

HERVÉ DE LA FONTAINE DE FOLLIN

Les Transformations
du
Marché des Capitaux en France
depuis 1914

THÈSE POUR LE DOCTORAT
ÉCONOMIQUE - POLITIQUE

MEMBRES DU JURY :

Président M. Germain MARTIN.
Assesseurs M. RIST.
M. AFTALION.

PARIS
IMPRIMERIE PAUL DUPONT
4, rue du Bouloi, 4

1925



Digitized by the Internet Archive
in 2026

LES TRANSFORMATIONS
DU
MARCHÉ DES CAPITAUX EN FRANCE
DEPUIS 1914

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

Les Membres du Jury seront :

Président. M. Germain MARTIN.

Professeurs. M. RIST.
M. AFTALION.

HERVÉ DE LA FONTAINE DE FOLLIN

Les Transformations
du
Marché des Capitaux en France
depuis 1914

THÈSE POUR LE DOCTORAT
ÉCONOMIQUE - POLITIQUE

MEMBRES DU JURY :

Président. M. Germain MARTIN.

Assesseurs M. RIST.

M. AFTALION.

PARIS
IMPRIMERIE PAUL DUPONT
4, rue du Bouloi, 4

1925



BIBLIOGRAPHIE

L'Officiel.

L'Economiste Français.

L'Economiste Européen.

La France Economique.

La Revue Politique et Parlementaire.

La Revue de Science et de Législation financière.

Le Rentier.

Journal des Economistes.

La Revue Economique et Financière.

L'Europe nouvelle.

L'Illustration Economique et Financière.

L'Information.

Le Journal de la Banque et de la Bourse.

Le Journal des Finances.

Les « Semaines Financières » du Temps et des Débats.

Le Messenger de Paris.

- | | |
|-------------------------|--|
| MM. Germain MARTIN..... | Cours de Science financière : Paris,
Doctorat 1923-1924. |
| JÈZE | Cours de Science et de Législation
financière. |
| René PUPIN | Richesse privée et finances fran-
çaises de l'avant-guerre à l'après-
guerre : 1919. |

Ch. RIST	Cours d'Economie politique. — Paris, Doctorat : 1920-1921. Les grands marchés Financiers et le mécanisme de l'Epargne.
Jacques BAINVILLE	« Comment placer sa fortune » (1919).
Raoul PIRET	La population, le budget, la for- tune et la dette publique de la France avant la guerre.
Georges VALOIS	L'Etat, les Finances et la Monnaie.
BOURBEAU	La Bourse de Valeurs de Paris (1914-1920).

Rapports du Conseil d'Administration aux Assemblées Géné-
rales du Crédit Lyonnais et de la Banque de France.

Annuaire des Valeurs admises à la Cote Officielle, publié par la
Chambre Syndicale des Agents de Change près la Bourse de Paris.

Annuaire de l'Office National des Valeurs mobilières.

Annuaire de l'Association Nationale des Porteurs Français de
Valeurs mobilières.

Cote de la Banque et de la Bourse (cote Desfossés).

INTRODUCTION

Dans tous les domaines, les hostilités ont provoqué des bouleversements complets. Le domaine économique et financier a été l'un des plus touchés par le grand cataclysme. Il a subi le contrecoup non seulement de la guerre, mais plus encore de l'après-guerre, ou pour mieux dire de l'heure du lourd règlement de comptes à laquelle anciens alliés et ennemis rivalisèrent d'âpreté au gain et de mauvaise foi.

L'écroulement des anciens Etats, les révolutions qui firent des autres des groupements sans énergie et sans économie organisée ne pouvaient manquer de faire durement sentir leurs effets sur les titres que ces Etats avaient émis.

Par contre, d'autres pays, parce qu'ils restèrent neutres ou bien parce qu'une victoire achetée à bon compte leur permit de conserver des finances saines, virent la valeur de leurs titres augmenter sur le marché français dans des proportions sans cesse accrues.

Le malheur voulut que les épargnants français aient joué, avant 1924, sur la mauvaise carte; la majorité de leurs placements porta sur les titres des pays pour qui la guerre fut fatale.

La triste conséquence de cet état de choses fut la ruine de nombreux petits rentiers, qui avaient été dupés par les belles promesses que leur avait faites leurs emprunteurs — tel fut le cas pour les valeurs russes — ou trompés par certaines Banques qui, dans le but de toucher de fortes commissions, dirigèrent nos capitaux vers des entreprises peu indiquées, si l'on veut bien tenir compte de l'intérêt des prêteurs et de la Nation.

Le rôle néfaste de la Banque de Paris et des Pays Bas, à ce sujet, avait été sévèrement jugé dès avant la guerre.

Les hostilités, en échange de tant de désastres financiers, auront eu l'avantage de ramener les Français à une plus saine compréhension de leurs intérêts : nous reviendrons longuement sur ce point dans le cours de cette étude; disons cependant, dès maintenant, que les critiques que l'on adressait en 1913 aux banques françaises ne sont plus aujourd'hui qu'un souvenir : les émissions étrangères en France, qui représentaient, en moyenne, dans les dix années qui ont précédé la guerre, 73 % de l'ensemble des émissions, sont aujourd'hui tombées à 1 ou 2 % d'un total pourtant largement accru. La loi sur l'exportation des capitaux a entravé, d'autre part, les placements à l'étranger; et puis nos banques ne peuvent plus guère travailler dans les pays autrefois ouverts à leur action (Russie, Brésil, Argentine).

L'après-guerre, enfin, a augmenté encore l'intensité de cette transformation dans la composition de notre Portefeuille : les épargnants français ont été à la fois sollicités par l'État, les départements, les communes, les entreprises privées et, plus particulièrement, celles qui travaillaient à la reconstruction des régions dévastées. Tous ces emprunteurs, gouffres de capitaux, n'hésitaient pas à offrir aux prêteurs des avantages suffisants pour éviter l'exode ou la thésaurisation des disponibilités.

Cette importante et radicale transformation du marché français des capitaux est loin d'être la seule. Une autre modification, beaucoup plus visible celle-là, consiste dans le gonflement du volume des valeurs mobilières émises en France, dans les dix dernières années.

Il n'est pas inutile pour la mieux percevoir d'indiquer rapidement la progression du chiffre de nos valeurs mobilières dans le courant du siècle dernier et jusqu'en 1913, — puis de 1914 à 1924.

Au 31 décembre 1815, le capital nominal des valeurs mobilières françaises était de 1.500 millions de francs. Nous le trouvons à 4 milliards 850 millions en 1830, à 8 milliards 930 millions en 1850, à 25.612 millions en 1869, à la veille de la guerre contre les Prussiens.

Les années qui suivirent notre désastre ne diffèrent, dans le domaine financier, de celles que nous avons vécues

depuis 1918 que par le volume infime de notre dette extérieure et de nos emprunts, si on les compare à notre dette publique, aux sommes que nous devons à l'étranger et aux emprunts formidables que le Gouvernement Français dut contracter pour parer à la carence de l'Allemagne.

Il n'en est pas moins vrai que les emprunts de libération du territoire, les dépenses nécessitées par l'armement de nos forteresses et la reconstitution de notre matériel de guerre accrurent considérablement le capital nominal de nos valeurs mobilières, auxquelles vient s'ajouter, de 1872 à 1892, un fort contingent de valeurs étrangères.

A cette dernière date, le Portefeuille français comprenait 77 milliards 286 millions, dont 56 milliards 286 millions de valeurs françaises.

La période suivante, qui va jusqu'en 1912, va voir l'épargne française absorber 34 milliards 689 millions de valeurs mobilières, dont une grande partie est composée il est vrai de valeurs étrangères.

D'après les statistiques extraites de l'Annuaire de l'Association Nationale des Porteurs Français de valeurs mobilières pour l'année 1913, le montant en capital du Portefeuille français, soit 115 milliards, se décomposait comme suit :

Bons et obligations du Trésor, de chemins de fer, fonds coloniaux, sociétés françaises	50 milliards
Rentes françaises 3 % perpétuelle et 3 % amortissable	23 »
Fonds d'Etat étrangers	30 »
Actions et obligations étrangères	7 »
Valeurs à lots françaises et étrangères	5 »
	115 milliards

La guerre accroît considérablement le montant des titres en circulation, surtout celui des titres émis par l'Etat pour faire face à des dépenses toujours croissantes. Les émissions, qui s'élevaient en 1913 à 4 milliards 927 millions, ont été de 78 milliards environ pendant la guerre (dont plus de 73 milliards reviennent à l'Etat) et ont atteint leur chiffre maximum

de 45 milliards en 1920. Il y a lieu, bien entendu, pour juger sainement l'importance de cette transformation, de tenir compte de la dépréciation de notre unité monétaire. Les francs qui ont servi à libérer les titres émis en 1920 ne représentaient pas — loin de là — le même pouvoir d'achat qu'en 1913.

Une troisième transformation dans l'allure de notre marché des capitaux, depuis onze ans, consiste dans le renversement du rapport des valeurs à revenus fixes par comparaison à celui des valeurs à revenus variables.

Il y a lieu, tout d'abord, de préciser que deux grandes catégories de titres sont négociés en bourse; les uns représentent une créance de somme d'argent : ce sont les titres à revenus fixes; les autres, une part de propriété dans une entreprise et ce sont les titres à revenus variables.

Dans le premier cas, le prêteur a droit à toucher à intervalles convenus, au moment du contrat de prêt, une somme fixe également convenue d'avance. Le prêteur est un créancier; en conséquence, il n'est que peu intéressé à la bonne marche de l'entreprise; le loyer de son argent ne sera nullement augmenté, du fait des bénéfices plus importants qu'aura réalisés l'entreprise et inversement. Ce prêteur aura de plus droit, au bout d'un temps fixé, au remboursement intégral des sommes qu'il a prêtées. Pour protéger ses intérêts et ne pas se trouver sans garantie en présence d'un débiteur défaillant à la date prévue pour le remboursement, l'obligataire a un droit de gage général sur le patrimoine de la Société, sur l'ensemble de l'actif social.

En toute justice, l'emprunteur devra rendre à son prêteur une somme ayant la même puissance d'achat que celle qui lui fut prêtée, sinon l'une des deux parties conclut un marché de dupe. De même, les intérêts qui lui seront servis devront représenter une puissance d'achat constante, et égale à celle sur laquelle le prêteur pouvait normalement compter, en signant le contrat de prêt.

Cette stabilité de la puissance d'achat de l'unité monétaire n'a en fait, jamais existé, même aux époques où notre monnaie était saine. Mais les variations étaient faibles et lentes et avaient, par rapport à la durée de la vie d'un homme, une importance pratiquement négligeable.

Ainsi, d'après les études faites par la statistique générale de la France, le coût de la vie a haussé de 23 % de 1840 à 1870,

puis il a baissé de 20 % de 1870 à 1900; de 1900 à 1910, on enregistre une hausse de 4 à 5 % suivie d'une hausse de 7 à 8 % en 1913.

La guerre, au contraire, avec l'inflation qui en a été la suite fatale, a entraîné brusquement la dépréciation de notre monnaie, et l'obligataire qui, avant cet événement, avait remis des francs-or, se trouve payé du loyer de son argent et remboursé de son avance en francs-papier. En s'engageant, il n'entendait cependant courir aucun risque, fût-ce celui que nous venons d'envisager.

Si l'on prend la distinction classique faite par l'épargnant entre l'action et l'obligation, on en vient à dire que la seconde est une valeur de « père de famille » et la première une valeur de spéculation, courant le risque social, mais susceptible d'une plus-value et de procurer un gros dividende.

Cette distinction est fort discutable; la fixité de l'intérêt n'est pas un avantage exclusif de l'obligation; une clause extrêmement usitée dans les statuts des sociétés anonymes stipule au profit des actionnaires le paiement, même en l'absence de bénéfices, d'intérêts fixes calculés sur le montant du capital « qui seront portés au compte des frais généraux à titre de charge sociale »; d'autre part, l'action privilégiée peut bénéficier des mêmes droits que l'action ordinaire et l'obligation.

Il faut dire enfin que la sécurité de l'obligataire est une notion beaucoup plus exacte en théorie que dans la réalité des faits. L'obligataire a sans doute un droit de gage général sur les biens de la société, mais il n'exerce aucun contrôle sur les opérations de ses emprunteurs. Enfin, en cas de liquidation de la société, les obligataires doivent subir la préférence des créanciers hypothécaires ou privilégiés.

L'action est une cédule représentative de valeurs réelles qui, suivant la plus ou moins grande productivité de celles-ci, se valorise ou au contraire se déprécie.

Malgré les inconvénients que présentent pour les prêteurs les valeurs à revenus fixes, ceux-ci leur avaient montré, avant la guerre, une préférence manifeste. Méfiance naturelle du Français en matière d'argent : cette mentalité vient de loin. M. Bagehot écrit à ce sujet : « Après le désastre de la Banque de Law, il devint impossible d'essayer en France la création

de banques de dépôts. On s'en souvenait encore à l'époque où Turgot voulut fonder la Caisse d'Escompte, et ce vif souvenir rendit presque impossible la création d'établissements plus sages. »

De là à délaisser des placements comportant quelques risques, il n'y a qu'un pas à franchir. Et les faits sont là qui nous le prouvent : dans le courant du siècle dernier, principalement dans la période qui va de 1870 à 1900, nous constatons l'empressement avec lequel les épargnants souscrivent aux titres à revenus fixes, et tout particulièrement aux fonds d'Etat nationaux, tant français qu'étrangers.

Cependant, après 1900, nous voyons les capitalistes incliner vers les actions. Beaucoup plus qu'à une reconnaissance d'erreur, on peut trouver l'explication de cette modification de nos méthodes de placement dans le fait qu'aucun emprunt français important n'avait été émis par l'Etat depuis 1895. L'accroissement du coût de la vie dans les premières années du siècle ne fit qu'encourager les Français à persévérer dans leurs tendances nouvelles.

Ainsi, en 1913, pour un total de 4.207 millions de valeurs émises en France, 2.313 millions étaient employés à souscrire des actions.

Il n'en est pas moins vrai qu'au 31 décembre 1913, sur 74 milliards de valeurs mobilières françaises cotées en Bourse, les actions et parts bénéficiaires représentaient 23 milliards, les emprunts et les obligations 51 milliards.

La guerre va modifier dans des proportions considérables la répartition des deux compartiments de valeurs. Les premières années de l'après-guerre, par suite des multiples emprunts émis par l'Etat, le Crédit National, — les groupements de sinistrés, — vont voir augmenter dans des proportions jusque là inconnues le chiffre des valeurs à revenus fixes. Les années 1923 et 1924 nous font assister à un nouveau retour des épargnants vers les titres moins soumis aux variations de la valeur de notre monnaie. L'Etat cesse de faire appel directement ou indirectement au marché des capitaux.

Au total, sur 265.553 millions de valeurs mobilières émises en France, depuis le début de la guerre jusqu'au 31 décembre 1924, les actions représentent seulement 17 milliards 154 millions.

Le marché des capitaux n'a pas, non plus, manqué de subir le contre-coup des déplacements de fortunes, qu'engendra la lutte mondiale. On vit apparaître de « nouveaux riches » tout naturellement prédisposés à la spéculation, et de « nouveaux pauvres », qui eux aussi tentèrent de jouer sur des valeurs de second ordre, consommant ainsi la perte des trésors qu'ils avaient si péniblement amassés.

Nous essaierons, au cours de cette étude, de mettre en lumière les transformations successives que nous venons d'esquisser de notre marché des capitaux, depuis 1914; — pour cela, nous examinerons tour à tour les disponibilités de l'épargne et la demande de capitaux dans les trois périodes suivantes : la première de 1914 à 1918, caractérisée par le large et inlassable concours des épargnants à l'Etat; — la seconde, qui suit immédiatement la guerre, pendant laquelle on assiste à la fois à une spéculation effrénée sur les valeurs industrielles et à des « émissions monstres » de titres garantis par l'Etat; — la dernière, enfin, qui va du début de 1921 à la fin de 1924, et durant laquelle apparaissent deux tendances différentes : au début, la crise de 1920 a ramené les épargnants vers les valeurs à revenus fixes; en dernier lieu, les actions sont de nouveau en vogue.

PREMIÈRE PARTIE

Les Transformations du Marché des Capitaux

PENDANT LA GUERRE

a) - L'offre de Capitaux sur le marché

Le marché des capitaux est régi comme tout marché par la loi de l'offre et de la demande. La guerre, en suspendant la vie économique et en apportant les plus grandes perturbations dans les échanges, réduisit l'équilibre de ces deux facteurs.

Ce fut la préoccupation constante des Gouvernements de différentes nuances politiques de sonder à tout moment la puissance d'épargne du peuple français devant les multiples difficultés qui l'empêchaient de réaliser une partie de ses revenus.

Notre pays était, avant la guerre, le plus grand pourvoyeur de capitaux pour le monde entier. Les goûts d'épargne de notre race, le fait que nous n'investissions pas nos disponibilités en immobilisations nous permettaient de conserver une balance des comptes perpétuellement favorable. Notre Portefeuille de valeurs étrangères n'avait, dans le monde entier, de comparable que celui de l'Angleterre.

La doctrine allemande : « Emprunter, produire, vendre », est opposée au tempérament français. Plutôt que d'utiliser leurs capitaux en constructions d'immeubles, ou en agrandissements d'usines, nos épargnants préféraient placer leur argent en valeurs industrielles aisées à acquérir, non moins aisées à réaliser s'il survenait des besoins imprévus de fonds liquides.

Cependant, déjà, dans les dernières années de la guerre, l'épargne utile française était en régression très nette sur les années précédentes. Des appétits de luxe se manifestaient parmi la jeune génération, qui suivait plus volontiers la route qui va aux lieux de plaisir que celle des Caisses d'Epargne; les projets d'augmentation d'impôts, notamment l'établissement

de l'impôt sur le revenu, incitaient les détenteurs de capitaux à thésauriser purement et simplement.

Enfin, de 1908 à 1914, la vie augmenta de 8 %. Comme ni les salaires, ni l'intérêt des capitaux ne furent élevés dans de semblables proportions, il n'est pas étonnant que notre puissance d'épargne ait diminué d'autant.

Les deux tableaux suivants sont significatifs à ce sujet; ils nous montrent les variations de 1908 à 1914 des soldes annuels à la Caisse Nationale d'Epargne et aux Caisses d'Epargne ordinaires :

1. — Caisse Nationale d'Epargne (en millions de francs)						
Années	1908	1909	1910	1911	1912	1913
Excédents de dépôts . . .	69	62	29			29
Excédents de retraits. . .				47	1	

2. — Caisses d'Epargne ordinaires (en millions de francs)						
Années	1908	1909	1910	1911	1912	1913
Excédents de dépôts . . .	18	32				65
Excédents de retraits. . .			19	151	81	

Les débuts de la guerre obligèrent le Gouvernement à prendre des mesures qui, bien que nécessitées par les circonstances, furent peu goûtées des détenteurs de capitaux.

Les divers moratoires édictés dès les premiers jours d'août 1914 ont immobilisé des fonds considérables en les frappant d'indisponibilité. Citons tout d'abord l'ajournement de la liquidation en Bourse, du 31 juillet 1914. Ce fut le marché des valeurs mobilières qui ressentit le premier avec le plus d'intensité le contre-coup du grand bouleversement.

Devant l'échec des tentatives d'intervention pacifique des puissances alliées, les capitalistes qui avaient fait des placements en reports avertissaient les agents de change qu'ils désiraient être remboursés en liquidation du 31 juillet; or, à cette époque, pour ne parler que du marché de Paris, il y avait 600 millions d'engagements dont 400 millions en valeurs reportées. Les établissements de crédit firent observer que la foule se pressait à leurs guichets et que l'obligation de conser-

ver toutes leurs disponibilités pour faire face aux demandes de retraits les empêchaient de venir en aide au marché. Les Banques d'affaires voyaient leur portefeuille largement déprécié et ne pouvaient pas non plus lui servir.

Aussi, sur la proposition de la Compagnie des Agents de Change, le Ministre des Finances décide, le 29 juillet 1914, que « toutes les opérations à terme (affaires et reports) faites à l'échéance du 31 juillet du présent mois, sont reportées au 31 août ».

Le lendemain, 30 juillet, tous les agents de change écrivirent à leurs clients pour les prévenir de cet ajournement. En ce qui concerne la coulisse et les Bourses départementales, les opérations à terme furent liquidées en même temps que celles du marché officiel de la Bourse de Paris et par le même procédé.

Le 18 août, une seconde décision de la Compagnie des Agents de Change, approuvée le 24 août, prorogea au 30 septembre la liquidation du 31 juillet, ainsi que la liquidation des opérations à terme effectuées depuis le 31 juillet. Le décret du 27 septembre 1914, faisant suite à la fermeture de la Bourse le 3 septembre, prorogeait sans limite l'exécution des engagements à terme. Toutefois, en attendant la réouverture de la Bourse, la Compagnie des Agents de Change offrit aux reporteurs des avances s'élevant à 40 % de leurs fonds employés. La Banque de France s'offrait à consentir à la Compagnie des Agents de Change les crédits nécessaires au paiement de ces avances; — la Banque de France demandant des garanties assez sévères, un petit nombre de reporteurs seulement profita de cette combinaison.

Les détenteurs de capitaux furent désagréablement impressionnés par l'ajournement de la liquidation; jusqu'en 1914, le report était considéré comme une des opérations les plus liquides et les moins aléatoires; c'était le placement préféré des capitaux les plus timides; jamais, de mémoire d'homme, la liquidation n'avait été retardée.

Le chiffre des capitaux liquides à offrir sur le marché se trouvait ainsi fortement diminué. Les moratoires des échéances et dépôts vinrent encore aggraver cette situation.

Le 30 juillet, un décret limita à 50 francs par déposant et par quinzaine les remboursements à effectuer par les Caisses d'Epargne ordinaires et la Caisse Nationale d'Epargne.

Puis, le lendemain, le Gouvernement décida la prorogation des échéances commerciales et délais de protêt. Des moratoires furent également prévus par la suite pour les loyers.

Enfin, un décret du 9 août devait instituer le moratoire des avances en rendant la prorogation accordée aux valeurs négociables applicable « à toutes sommes dues avec ou sans échéance pour avances faites antérieurement au 1^{er} août 1914, en compte ou à découvert, ainsi que pour toutes avances faites antérieurement à la même date sur les effets de commerce, ou garanties par ces effets ».

La panique fut telle, dans les derniers jours de 1914, que les demandes de retraits de fonds dans les Banques prirent des proportions inquiétantes. Pour ne citer que le cas du Crédit Industriel et Commercial, les remboursements faits aux titulaires des comptes courants et de dépôts entre le 27 juillet et le 1^{er} août atteignirent 150 millions de francs. Les sommes ainsi retirées ne devenaient plus de l'épargne utile, mais étaient destinées, ainsi que nous le verrons, à être thésaurisées.

La Banque de France ayant atteint son maximum d'émission, un décret du 2 août décida que « la prorogation du délai « édicté pour les valeurs négociables par le décret du 31 juillet 1914 s'appliquerait à la délivrance des dépôts, espèces « et soldes créditeurs des comptes courants dans les banques « et établissements de crédit et de dépôts ».

Cependant, tout déposant ou créateur dont le dépôt ou le solde en sa faveur serait inférieur à 250 francs aurait le droit d'en effectuer le retrait intégral; au-dessus de cette somme, le retrait ne pourrait dépasser 5 %.

L'offre des capitaux lourdement amoindrie, le désir de thésauriser poussé à l'extrême, tel fut le résultat de ces décisions cependant sages et indispensables.

Malheureusement, au moment où les avances de la Banque de France à l'Etat (avances prévues par la Convention de 1911) allaient être épuisées, d'autres événements, autrement graves, allaient réduire les disponibilités de notre épargne et augmenter la méfiance des capitalistes.

Dix de nos départements, comptant parmi les plus riches et les plus actifs, étaient envahis et ravagés. Là, chaque année, se formaient des capitaux immenses; le rendement de ces territoires, au point de vue agricole, représentait 12 % de la production nationale, sa production de lingerie et de vêtements 30 %, sa production de fils et de tissus de lin et de chanvre 50 %, sa production de tissus de coton 70 %. Pour d'autres productions industrielles, le pourcentage était encore plus élevé : 60 % pour l'acier, 74 % pour la houille et le minerai, 81 % pour la fonte.

La perte qui en résultait pour notre marché des capitaux était incalculable ; elle explique suffisamment pourquoi M. Ribot renouça en septembre 1914 à émettre un emprunt. C'était matériellement aller au devant d'un échec.

Les événements militaires, les conséquences diplomatiques des hostilités ne semblent pas non plus, à première vue, avoir été très favorables au développement de notre puissance d'épargne.

En effet, pendant toute la durée des hostilités, toutes relations furent supprimées entre les deux groupes de pays belligérants ; — par suite, aucun paiement de coupons, ni remboursement de capital ne fut effectué par un pays sur ses titres nationaux, détenus par un ressortissant d'un pays ennemi.

La diminution de revenu — c'est-à-dire diminution de puissance d'épargne — dont souffrirent les porteurs de titres de cette catégorie, très nombreux en France, peut être facilement évaluée. Les rapports des experts financiers chargés, en vertu des traités de paix, d'évaluer le chiffre des capitaux français placés dans les quatre grands pays anciennement nos ennemis, nous fournissent à ce sujet des indications précises.

Notre Portefeuille ne contenait que relativement peu de titres allemands (les fonds d'Etat allemands n'étaient pas cotés au marché de Paris). Nous possédions surtout, comme valeurs allemandes, des obligations et actions des grandes sociétés industrielles et minières, telles que les Harpener et les Gelsenkirchener. D'après M. Louis Dubois, nous ne détenions en tout que quelques centaines de millions de titres allemands.

Notre Portefeuille de valeurs autrichiennes était plus considérable et pouvait être évalué à 3 milliards.

Quelques centaines de millions de capitaux français étaient placés en fonds d'Etat bulgares.

La Turquie enfin avait trouvé, parmi les épargnants français, le plus grand empressement pour souscrire à ses emprunts ; le montant des capitaux français engagés en Turquie au début de la guerre s'élevait à 3 milliards 285.273.000 francs, dont 1 milliard 700 millions étaient constitués par des fonds d'Etat.

Au total, voilà une dizaine de milliards de valeurs d'Etat ou de sociétés privées donnant, chaque année, plusieurs centaines de millions de revenus, qui ne rapportèrent aucun intérêt à leurs porteurs français pendant les hostilités.

En 1917, la Révolution russe allait rendre encore plus précaires les moyens d'existence de nos épargnants d'avant-guerre et réduire à zéro les sommes qu'ils mettaient de côté

auparavant. D'après M. Léon Martin, les fonds français placés en Russie s'élevaient, au minimum, à 13 milliards, détenus par près de 1 million 800.000 porteurs, en majorité petits épargnants. Il y a lieu, cependant, de dire que, jusqu'au 31 mars 1918, le Gouvernement français assura le service des emprunts russes.

Enfin, une grosse partie de notre Portefeuille de valeurs mobilières se trouva bloqué dans les territoires occupés. Par suite, dix ou douze milliards de titres de cette catégorie restèrent absolument improductifs pendant toute la durée de la guerre.

A toutes ces causes de diminution du chiffre de nos épargnes, il faut en ajouter deux nouvelles. La première est l'augmentation des prix dans des proportions jusque là inconnues. A partir de 1916, l'indice du coût de la vie, qui était de 100 en 1913, montait à 400 en 1916. La gêne de nos petits capitalistes d'avant-guerre s'en accroît d'autant; elle se manifeste extérieurement par la vente de leurs terres, dans le but de placer leur fortune ainsi rendue liquide et accrue, en investissements plus productifs d'intérêts.

Puis ce furent l'augmentation assez sensible des impôts par la loi du 31 juillet 1917 et la mise en application de l'impôt sur le revenu à partir du 1^{er} janvier 1916. Les valeurs mobilières étaient loin d'avoir été l'objet d'un oubli de la part du fisc : le peu de leur revenu dont jouissaient leurs détenteurs était encore diminué par l'impôt.

Dans ces conditions, comment expliquer le succès de nos emprunts de guerre ? Les rentes n'avaient pas été accrues, depuis 1914, par la hausse du taux de l'intérêt qui s'appliquait uniquement aux capitaux formés pendant la guerre; les loyers, les fermages n'avaient pas été augmentés pour la plupart.

Devons-nous trouver l'explication de l'abondance des capitaux offerts sur le marché par une diminution de la thésaurisation ? Face au danger, le paysan aurait-il compris la nécessité d'utiliser les espèces qu'il avait jalousement enfouies dans quelque recoin de son champ avant de partir se battre.

Non pas; on constate pendant la guerre une augmentation très sensible de la thésaurisation : beaucoup de gens ont estimé qu'ils avaient intérêt, devant l'imprévu de l'avenir, à garder intact, sans emploi et sans profit, un certain capital.

M. Yves Guyot remarquait, dans le *Journal des Economistes* de 1915, la rapidité avec laquelle, malgré les moratoires, les déposants avaient retiré leur argent des établisse-

ments de crédit pendant les premiers mois de la guerre : entre le 31 juillet 1914 et le 31 décembre de la même année, le montant des dépôts dans les quatre grands établissements de crédit français s'abaisse de 5 milliards 455 millions à 3 milliards 709 millions. Il faudra attendre 1917 pour voir affluer les dépôts dans les banques.

Si la désertion des banques par les déposants, durant les trois premières années de la guerre, a produit une thésaurisation regrettable, il ne faut pas en attribuer la faute aux seuls capitalistes : les banques eurent, elles aussi, leur part de responsabilité. En effet, les déposants qui avaient souffert des mesures d'exception de 1914, manifestèrent envers les établissements de dépôts une défiance passagère; ceux-ci ne s'empresèrent pas de réagir contre cet état de choses. Tandis qu'en Allemagne, les grandes banques, peu de temps après la déclaration de guerre, élevèrent jusqu'à 3 1/2 % le taux de l'intérêt servi aux déposants et s'efforcèrent de faire affluer à leurs caisses la majeure partie des épargnes, nos banques n'élevèrent pas le taux de l'intérêt des dépôts, malgré le renchérissement du loyer de l'argent.

M. Rist dit, dans les « Finances de la Guerre en Allemagne », que les taux d'intérêts sur les dépôts à vue passent en Allemagne de 11 % au 1^{er} août 1914 à 4 1/2 au 14 août pour redescendre à 3 1/2 % en fin d'année et se maintenir à ce taux pendant la durée des hostilités.

Aussi l'accroissement des dépôts fut beaucoup plus grand en Allemagne qu'en France; pour sept importantes banques berlinoises, il passe à 6.500 millions en 1915, 9.400 en 1916, 14 milliards en 1917 et 19 milliards en 1918.

Outre la politique peu opportune des banques, des considérations d'ordre spéculatif expliquent l'extension de la thésaurisation dans les premières années de la guerre; de nombreux capitalistes tenaient à garder par devers eux, à l'abri des impôts de toutes natures des sommes en argent frais en attendant les placements avantageux qu'il était aisé de prévoir.

Monsieur Ribot dénonçait vigoureusement à la tribune de la Chambre les effets de tels agissements, surtout de la part des détenteurs de gros capitaux : « Ce sont de petits capitaux, disait-il, plutôt que des gros qui ont souscrit aux « Bons. Je ne fais pas un procès de tendances, mais, il y a une tendance de la part des capitaux à s'accumuler sans profit et à se réserver pour l'avenir des placements plus « avantageux ».

Il est intéressant de se faire une idée approximative des sommes ainsi mises en réserves; nos financiers n'ont pas manqué, en effet, avant de faire appel au crédit public, de tenir compte des capitaux thésaurisés. Le désir de rendre utiles des sommes importantes les a encouragés à faire bénéficier les titres émis pendant la guerre d'avantages considérables.

Tout d'abord en ce qui concerne les monnaies d'or et d'argent, M. Rist, dans un article paru en 1914, dans la *Revue d'Economie Politique*, évaluait à 5 milliards 675 millions le stock d'écus et de monnaies d'or circulant en France à la veille de la guerre, si l'on déduit de ce chiffre les 2 milliards 277 millions apportés à la Banque pendant la guerre, on constate qu'en 1918 qu'il y avait au moins 3 milliards 300 millions de monnaie métallique entre les mains du public.

Si l'on examine la thésaurisation en billets de banque, on constate la plus grande intensité de ce phénomène. Et en effet, le chiffre des billets lancés dans la circulation de 1914 à 1918 s'établit de la façon suivante :

Fin 1914	9.661 millions.	
» 1915	13.907	»
» 1916	16.400	»
» 1917	22.200	»
» 1918	30.249	»

soit environ 22 milliards. Or, ces billets ne furent manifestement pas tous utilisés, à la négociation des affaires de toutes sortes opérées par le public, — car, avant la guerre, cinq milliards 600 millions d'espèces et 6 milliards 44 millions de billets suffisaient à la circulation. Et, même si l'on tient compte de l'importance des règlements au comptant causés par la guerre, le chiffre des billets en circulation en 1918 apparaît comme exagéré. On en déduit que l'énorme surplus des billets indispensables à la circulation avait été thésaurisé.

La preuve de cette thésaurisation apparaîtra du reste, au grand jour, en 1919, lorsque les paysans jetteront dans la circulation les milliards de billets qu'ils avaient gardés par devers eux pendant quatre ans pour acheter des terres et des fermes.

Et, cependant, l'épargne française offerte sur le marché des capitaux s'est considérablement accrue pendant la période de guerre.

**Variations de 1914 à 1918 des soldes annuels
aux Caisses d'Épargne ordinaires**

(en millions de francs)

Années.	1914	1915	1916	1917	1918
Excédent des dépôts				94	266
Excédent des retraits.	119	135	452		

**Variations de 1914 à 1918 des soldes annuels
à la Caisse Nationale d'Épargne**

(en millions de francs)

Années.	1914	1915	1916	1917	1918
Excédents de dépôts					111
Excédents de retraits.	59	194	266	16	

M. Bourbeau a évalué, en 1916, à 19 milliards 600 millions l'épargne formée en France en trente mois de guerre, sans tenir compte des sommes thésaurisées, soit 8 milliards par an. Comme, d'après les estimations faites avant la guerre par M. Leroy-Baulieu, l'épargne française était de 3 milliards et demi par an; on en déduit que l'épargne formée pendant la période qui va du 1^{er} août 1914 au 31 décembre 1916 était de plus du double de ce qu'elle était d'après les estimations les plus favorables du temps de paix.

Si l'on remarque que le chiffre des bons de la Défense Nationale en circulation passe dans les vingt derniers mois de guerre de 13 milliards 421 millions à 22 milliards 334 millions, si l'on tient également du fait que le public a largement souscrit aux grands emprunts de 1917 et 1918, force est bien de constater que l'offre de capitaux sur le marché a été sans cesse crescendo.

Mais alors comment s'expliquer ce phénomène dans une période aussi troublée ?

La principale raison consiste dans le non emploi, en 1914 et 1915, tout au moins d'une partie des ressources que les industriels et les commerçants employaient auparavant en frais d'exploitation. D'autre part, les mesures de restriction prises par l'Etat à l'intérieur diminuèrent les consommations et forcèrent à l'économie : on peut citer dans ce sens les cartes

de sucre, de pain, de charbon, la prohibition générale des importations pour le compte des particuliers, sauf autorisation spéciale du Gouvernement.

D'autres faits économiques enfin, conséquences directes de la guerre, vinrent diminuer les dépenses et les frais généraux de l'industrie et du commerce; telles sont la non reconstitution de certains stocks de matières premières, et aussi le fait que certains fonds de roulement autrefois employés au paiement des salaires étaient rendus à l'épargne.

Mais l'abondance des capitaux sur le marché pendant cette période critique eut sa source principale dans les bénéfices considérables que réalisèrent les industriels et les commerçants.

Nombre de ces derniers affectèrent une partie de leurs ressources à approvisionner en capitaux le marché financier.

Le tableau suivant fait ressortir les bénéfices réalisés avant et pendant la guerre dans les principales affaires industrielles françaises. On constate que, d'une année à l'autre, les bénéfices ont doublé, triplé, quadruplé. La diminution de l'offre résultant des différentes pertes de guerre se trouvait ainsi largement compensée.

	Bénéfices moyens en temps de paix entre 1910 et 1912	Bénéfices de guerre.	Excédent de B. sur A.	Augmen- tation en %.
(1) Métallurgie de l'acier, Forges et Acieries (17 sociétés). . .	36.000.000	143.000.000	107.000.000	297 %
(2) Métallurgie du cuivre (4 sociétés) . . .	8 210.000	39.000.000	30.790.000	375 %
(3) Constructions mécaniques :				
a) Matériel d'artillerie (4 sociétés) ;				
b) Outillages et obus (5 sociétés). . . .	5.500.000	30.115.000	24.605.000	447 %
(4) Automobiles (3 ^{stés}). . .	4.800.000	13.297.000	8.497.000	177 %
(5) Moteurs d'avions (1 société)	2.500.000	14.283.000	11.783.000	482 %
(6) Produits chimiques (2 sociétés). . . .	18.400.000	80.900.000	62.500.000	340 %
(7) Caoutchouc (2 ^{stés}). . .	7.500.000	21.700.000	14.200.000	189 %
	87.560.000	373.445.000	285.985.000	344 %

En résumé, la guerre a provoqué, en ce qui concerne l'offre de capitaux, de notables transformations.

Si les chiffres des épargnes se sont considérablement accrus, les disponibilités se sont concentrées entre les mains des industriels, des commerçants et des cultivateurs.

A l'opposé, la petite et moyenne bourgeoisie a vu sa faculté d'épargne anéantie; la vente prématurée de ses propriétés l'empêcha de profiter de la plus-value des terres; ses placements de guerre en valeurs à revenus fixes, devaient subir le contre-coup de la dépréciation monétaire.

La classe moyenne, solide armature de la société française, cessait de marquer son influence prépondérante sur le marché des capitaux.

b) - La demande de capitaux et la hausse du taux de l'intérêt

Les transformations, issues de la guerre, dans le domaine de la demande de capitaux sont aussi profondes que dans le domaine de l'offre.

Elles peuvent se résumer ainsi : augmentation considérable des émissions de valeurs d'Etat, avec une diminution parallèle des émissions de sociétés privées.

Les emprunts d'Etat d'avant-guerre se décomposaient de la façon suivante :

Une rente 3 % perpétuelle au capital nominal de 19 milliards 740 millions, une rente 3 % amortissable au capital nominal de 2 milliards 890 millions, un 3 1/2 % amortissable au capital nominal de 3 milliards environ, enfin un 3 1/2 % amortissable qui fut réduit très rapidement et qui, à la veille du grand emprunt de 1915, n'existait plus en capital que pour 3 millions 400.000 francs. Le service de ces dettes exigeait une annuité de 680 millions de francs.

Pour faire face aux besoins de la Défense Nationale et contrairement à ce qui passa en Angleterre, le Gouvernement Français eut recours, non pas à l'impôt, mais à l'emprunt sous toutes ses formes : bons de la Défense Nationale, valeurs à court terme, emprunts à long terme furent également mis à contribution.

Il faudra attendre 1917 pour assister à la modification de notre système fiscal; même après cette réforme, les rendements des impôts seront minimes vis-à-vis des dépenses. La comparaison des dépenses aux recettes provenant de l'impôt,

pendant la durée des hostilités, fait ressortir les déficits suivants en tant pour cent :

1914	80 %
1915	80 %
1916	80 %
1917	87 %
1918	86 %

Cela montre avec assez d'évidence que c'est presque uniquement en faisant appel au crédit public que, pendant la guerre, notre trésorerie tira ses ressources.

Il ne nous appartient pas de juger du bien fondé de la politique financière française; nous nous permettrons seulement de dire que les émissions répétées de fonds d'Etat, dans des conditions de plus en plus lourdes pour l'emprunteur, se traduisirent par la dépréciation désastreuse de notre Portefeuille de valeurs à revenus fixes et que cette dépréciation fut beaucoup moins grande en Angleterre.

On nous répondra que les conditions économiques des deux pays n'étaient pas comparables pendant la période des hostilités. M. Ribot a soutenu que, « en dépit des reproches « qui lui étaient adressés, la non-augmentation des charges « fiscales se justifiait par des raisons solides de morale et de « justice ».

Le même Ministre avait demandé l'ajournement en 1916 de l'impôt sur le revenu « parce que, disait-il en 1915, dans « les circonstances présentes, il est impossible d'obtenir des « contribuables une déclaration exacte de leurs revenus « de 1914, que la plupart d'entre eux, et notamment les com- « merçants, sont dans l'impossibilité d'établir ».

Dépenses ordinaires de 1913 à 1918

(en millions de francs)

Années	1913	1914	1915	1916	1917	1918
Dette publique	1.355	1.360	1.818	3.327	4.816	7.021
Dépenses militaires	1.807	6.526	14.712	23.853	28.662	36.120
Dépenses civiles	1.904	2.005	2.479	2.817	4.119	5.443
Total	5.066	9.891	19.009	29.917	37.597	48.584

Cette transformation dans le régime antérieur des émissions d'Etat s'est accomplie, en même temps que s'organisait

notre économie de guerre, entièrement apposée à celle des premières années du siècle.

On a pu définir l'économie de guerre une économie statique de contrainte et de coercition. La mobilisation ayant vidé les usines et les exploitations agricoles de leur personnel, les transports ayant été de suite absorbés par les besoins de l'autorité militaire, l'Etat dut créer une organisation artificielle pour suppléer à la carence de l'organisation spontanée. Il lui fallut prendre en main le ravitaillement de la population civile, l'approvisionnement des usines, puisque ces services ne pouvaient être assurés par la voie habituelle du commerce.

D'autre part, pour éviter la spéculation et l'enchérissement des matières premières sur les places étrangères, l'Etat fut amené à se faire acheteur unique pour le compte de ses nationaux; des consortiums furent constitués, agissant au nom et par délégation de l'Etat ou par l'intermédiaire de l'Etat, seul fournisseur.

Le caractère dominant de notre économie de guerre a donc été l'emprise de l'Etat sur la production et, d'une façon générale, sur la vie économique dans son ensemble.

On conçoit dès lors les besoins de capitaux de l'Etat français; ces charges, écrasantes par elles-mêmes, furent multipliées par suite des prix élevés auxquels furent conclus les marchés de fourniture de guerre avec les grands industriels.

Le Gouvernement n'était, en effet, nullement préparé à sa nouvelle tâche. La mobilisation industrielle, suivant l'expression usitée aujourd'hui, n'était même pas prévue. Les arsenaux militaires fournissaient un rendement infime en comparaison des besoins de la Défense Nationale. L'Etat dut faire appel aux organisations constituées par le régime industriel capitaliste; c'est d'ailleurs en cette collaboration très étroite de l'Etat et de la grande industrie que réside le second caractère dominant de notre économie de guerre.

Mais les industriels firent remarquer les difficultés qu'ils rencontreraient dans leur œuvre de surproduction. La mobilisation, puis les pertes de guerre ayant supprimé un grand nombre d'ouvriers, il fallait offrir des salaires très forts. Les chefs d'industrie essayèrent de remplacer la main-d'œuvre par la machine; ils empruntèrent pour acheter le matériel nécessaire, mais n'obtinrent des capitaux qu'à des prix très élevés; ainsi, les établissements de crédit réclamaient des intérêts variant entre 8 et 10 %; malgré tout, les chefs d'industrie ayant intérêt à réduire leur personnel, acceptèrent ces conditions d'intérêt, l'argent ainsi immobilisé représentant le

revenu d'un capital moindre que celui employé à rémunérer la main-d'œuvre. A la suite de ces opérations, les salaires auraient dû diminuer, mais, d'autre part, la pénurie d'hommes augmentait chaque jour; les salaires ont subi de ce fait une progressivité croissante en même temps que le prix du loyer de l'argent augmentait.

Si les ouvriers avaient touché la même solde que les soldats dans les tranchées, les industriels n'auraient pu exagérer les charges qui leur incombaient du fait de la hausse continue des salaires; les marchés de fourniture de guerre eussent été conclus à meilleur compte et la demande de capitaux sur le marché eut été moins dense.

Toujours est-il que le Gouvernement en ayant décidé autrement, il lui fallait trouver des ressources. Pour cela, deux conditions étaient nécessaires : d'abord il fallait qu'il existât une offre de capitaux suffisante. — (Nous avons vu qu'en France, les premiers mois de guerre mis à part, il n'y eut pas pénurie de capitaux pendant les hostilités.)

Ensuite, il fallait que ces capitaux existants et disponibles soient jetés sur le marché. Un moyen d'attirer les capitaux est de leur offrir des placements avantageux.

Bien plus, pour se réserver l'épargne offerte sur le marché et supprimer la concurrence que lui faisait l'industrie privée, l'Etat régla le régime des émissions, puis interdit l'exportation des capitaux.

Deux grandes modifications du marché sont donc imposées par les événements : hausse du taux de l'intérêt et suppression du régime de liberté pour les émissions et les placements.

a) *Hausse du taux de l'intérêt.* — Tout d'abord, c'est à ce procédé que l'Etat eut recours pour séduire les épargnants, aux premiers jours de la guerre; la crise des capitaux sévissait alors; les prêteurs étaient devenus méfiants; le Ministre des Finances redoutait une abstention de leur part; chacun ignorait de quoi serait fait le lendemain économique et politique.

Enfin, quand la Bourse reprit ses opérations, le cours de la rente 3 % était très bas; cela s'explique à raison des risques de guerre et parce que quelques très bonnes valeurs subissaient une hausse; leur taux de capitalisation était par là même très rémunérateur. Aussi ne faut-il pas s'étonner que le taux effectif des emprunts de guerre ressorte en moyenne à 5,75 %.

N'oublions pas cependant que ce taux était très supérieur

à ceux réalisés à l'étranger; en Angleterre, par exemple, quatre emprunts intérieurs ont été lancés pendant la guerre; le premier « War Loan », lancé en novembre 1914, fut émis à 3 1/2 % d'intérêt et au prix voisin du pair de 95 francs, amortissable en treize années, de 1915 à 1928; le second, en 1915, fut émis au pair et à un taux de 4 1/2 %; c'était encore un emprunt amortissable, mais le délai d'amortissement était plus long que le précédent (de 1925 à 1945); le troisième fut émis en deux tranches, au début de 1917 : l'une de ces tranches en titres 5 % au prix de 95 francs, remboursable de 1929 à 1947 et soumis à l'income tax; l'autre, en titres 4 % au pair, remboursable de 1919 à 1942, non soumis à l'income tax; le quatrième, en octobre 1917, fut également émis dans les mêmes conditions à 4 % et 5 %.

Cours des fonds publics français au :

	15 Juillet 1914		Fin Décembre 1914		Écart	
3 % français perpétuel . .	83	05	72	10	10	95
3 % français amortissable.	87		78	50	8	50

On remarque la faiblesse du taux de l'intérêt par rapport au taux adopté en France. Il en fut de même aux Etats-Unis où le taux nominal varia de 3 1/2 % à 4 1/2 % (de plus le revenu des titres de rentes était soumis à l'impôt sur le revenu).

« Officiellement », M. Ribot a donné comme raison de l'adoption de ce taux d'intérêt élevé le fait que, depuis la guerre, le taux d'escompte de la Banque de France n'était pas descendu au-dessous du chiffre de 5 %; il a également rappelé que le taux de 5 % était bien connu en France et populaire : c'était celui des grands emprunts de la restauration et de la libération du territoire. Le 5 %, c'était le vieux fonds français!

Cette politique de l'intérêt fut âprement critiquée; des flots d'encre coulèrent pour montrer les dommages qu'elle faisait subir aux industriels qui avaient besoin de capitaux et aux détenteurs de valeurs produisant un intérêt moins élevé.

Deux grandes théories furent émises relativement au taux qui doit être adopté en temps de guerre :

Pour les uns, l'intérêt des titres émis par l'Etat au cours des hostilités doit être supérieur à l'intérêt normal; il faut que ces valeurs offrent par elles-mêmes des avantages suffi-

Tableau des Émissions réalisées sur le Marché français par voie d'appel au public (a)

MONTANT GLOBAL DES ÉMISSIONS EN FRANCE				
1914	1915	1916	1917	1918
5.468.131.000	17.906.937.000	16.131.893.000	19.815.439.000	24.919.582.000

Émissions de Titres à revenus fixes : Valeurs du Trésor et des C^{tes} de Chemins de Fer
(en millions de francs)

NATURE DES VALEURS	1 ^{er} semestre 1914	1 ^{er} semestre 1915	1 ^{er} semestre 1916	1 ^{er} semestre 1917	1 ^{er} semestre 1918
Rentes (1).	805.000	6.284.731	5.425.331	5.133.984	7.099.283
B.D.N. (2).	1.618.848	7.452.637	9.388.615	11.525.084	15.863.345
Obligations de la D.N.		3.823.509	787.037	452.445	209.678
Emprunts coloniaux.	70.869				
Emprunts départementaux non gagés par des annuités de l'Etat.	348.500	253.360	313.200	510.000	489.800
Chemins de fer français.				498.261	
Total.	2.843.217	17.814.237	15.814.183	18.117.774	23.662.106

(1) Versements en numéraire seulement.

(2) Produit net. Renouvellements et remboursements exclus.

(3) Non compris les émissions d'obligations à l'étranger.

(a) *France Économique*, 1922.

sants pour que les épargnants ne songent pas à investir leurs capitaux dans d'autres placements.

Si l'Etat emprunteur contracte ainsi de lourdes charges pour l'avenir, celles-ci seront supportées par la Nation tout entière et c'est justice, car l'emprunt a été émis dans un but national.

Pour d'autres, il faut accorder aux fonds d'Etat émis en temps de guerre un intérêt inférieur à l'intérêt normal. Les partisans de cette politique de l'intérêt réduit ont fait remarquer qu'en temps de guerre, l'emprunt draine les capitaux dans un but économiquement improductif. Sans doute, la victoire, que ces engins de guerre peuvent procurer à l'Etat, est d'un prix inestimable; mais il est certain qu'après la conclusion de la paix, la nation se trouvera appauvrie dans son ensemble : le rendement des emprunts d'Etat est donc négatif ou nul.

Nous nous garderions de prendre parti pour l'une ou l'autre de ces manières d'envisager les conditions d'émission des emprunts de guerre. Evidemment, il faut se souvenir que, en fixant le taux d'intérêt de ses emprunts à un chiffre élevé, l'Etat donne, en quelque sorte, l'étiage du taux des placements à une époque déterminée. On admet en temps normal que, par suite de la sécurité que l'Etat donne aux porteurs de ses titres d'emprunts, le taux d'intérêt qu'il sert doit être légèrement inférieur à celui qui est servi dans le milieu des affaires.

Mais, si l'on revit par la pensée les jours noirs de la guerre, on se rend mieux compte des diverses considérations qui, en réalité, ont poussé nos dirigeants à agir de la sorte.

Nous insisterons sur les deux plus importantes :

La première est d'ordre technique : par suite de nos revers militaires du début, le Gouvernement, en quête de capitaux, avait dû, en septembre 1914, pour assurer le succès de ses émissions de Bons, donner à ces titres l'attrait d'une rémunération intéressante pour leurs porteurs.

Dans ces conditions, l'Etat pouvait-il émettre des emprunts à long terme à un taux inférieur à celui de la Dette flottante ? Evidemment non.

La seconde considération qui confirma le Gouvernement dans l'adoption d'une politique d'intérêt élevé était d'ordre psychologique. Au début des hostilités et jusqu'au milieu de 1916, nos industriels préférèrent immobiliser immédiatement leurs bénéfices dans l'achat de machines ou dans la construction de nouvelles usines. En face de l'Etat, il n'y avait comme épargne que celle des masses paysannes; pour

ces milieux tout particulièrement, le taux de l'intérêt était une considération d'importance. Par suite, l'Etat emprunteur était amené par la force des choses à pratiquer une politique d'argent cher.

Bien entendu, les entreprises privées subirent les conditions du marché; elles durent élever le taux d'intérêt de leurs emprunts à un niveau supérieur à celui des fonds d'Etat, pour compenser les réductions que les nouveaux impôts allaient faire subir au montant des coupons lors de leur paiement aux porteurs de titres.

b) *La réglementation des émissions en France.* — Malgré les avantages que l'Etat réservait à ceux qui souscrivaient à ses emprunts, il se rendit compte, dès 1916, que l'industrie, devenue plus riche de jour en jour, n'hésiterait pas à lui faire une sérieuse concurrence. Aussi le Gouvernement, qui exerçait pour les besoins de l'Etat sa mainmise sur le marché des capitaux, voulut s'attribuer la surveillance étroite des appels de crédit.

Il contrôlerait ainsi les émissions de l'industrie privée et ne les autoriserait qu'après avoir obtenu de l'épargne la part qui lui était indispensable pour la conduite des hostilités.

De là, la loi du 31 mai 1916, aux termes de laquelle
« l'émission, l'exposition, la mise en vente, l'introduction sur
« le marché français de titres de rente, emprunts et autres
« effets publics de Gouvernements étrangers, d'obligations ou
« de titres de quelque nature qu'ils soient, de villes, corporations ou sociétés françaises ou étrangères sont interdites à
« partir de la promulgation de la présente loi et jusqu'à une
« date à fixer par décret en Conseil des Ministres après la
« cessation des hostilités.

« Toutefois, il peut être dérogé à cette disposition par
« arrêté du Ministre des Finances. »

Il faut bien comprendre la portée de cette loi, qui fut jugée en France de la façon la plus sévère. M. Chastenot, rapporteur au Sénat, spécifia que c'est seulement le fait de recourir au marché, de s'adresser au public, qui tombait sous l'interdiction de la loi. De sorte que l'on pouvait parfaitement, en dehors de l'appel au public, créer des sociétés et qu'une société existante pouvait très bien donner des obligations aux banques ou aux personnes qui lui souscrivaient un emprunt.

En France, on fit remarquer que cette loi, appliquée dans toute sa rigueur, était susceptible, étant donné l'accroissement continu des signes monétaires, d'empêcher les capitaux de

s'employer à la production pour se gaspiller en consommations.

Au cours de la discussion de cette loi à la Chambre, M. Louis Dubois demandait que sa portée fut restreinte aux émissions de titres étrangers en raison de faciliter le développement de certaines sociétés, celles notamment constituées en vue de réparer les ruines de l'invasion. Il redoutait de plus que les souscripteurs ne prissent l'autorisation pour une garantie de l'Etat d'assurer le service des intérêts.

Cependant, sans aucun doute, les mesures envisagées par la loi de 1916 sur la réglementation du marché des capitaux s'appliquaient bien aux sociétés françaises. Elles étaient précisées dans l'exposé des motifs : « Au moment où il s'agit de
« concentrer tout l'effort du pays sur la Défense Nationale,
« il importe d'éviter les sollicitations dont les détenteurs des
« capitaux peuvent être l'objet de la part de certains finan-
« ciers. Il faut que le marché des capitaux, comme toutes les
« forces de la France, soit actuellement sous le contrôle du
« Gouvernement. »

D'ailleurs, la meilleure preuve que le Gouvernement avait surtout pour but de ménager les capitaux pour les emprunts futurs réside dans le fait que les autorisations du Ministre, accordées aux sociétés pour déroger à la rigueur de la loi de 1916, en 1917 et 1918, contiennent toutes la condition que ces émissions n'aient lieu qu'après la clôture de l'emprunt.

Chez nos ennemis, la *Neue Freie Presse* commente de la façon suivante, le 14 juin 1916, la loi de M. Ribot : « On
« éprouve l'impression que, par cette interdiction, le Gouver-
« nement français se propose non seulement de mettre les
« capitaux à la disposition exclusive de la Défense Nationale
« pendant la guerre, mais aussi de les utiliser après la fin de
« la guerre pour la consolidation des dettes flottantes de
« l'Etat accrues dans des conditions énormes. La concurrence
« du commerce et de l'industrie qui, après la conclusion de
« la paix, feront naturellement appel au marché des capitaux,
« doit être écartée dans la mesure du possible. A ce point de
« vue, on reproche à M. Ribot d'avoir, au début de la guerre,
« refusé son consentement à la création d'une Caisse Gouver-
« nementale, destinée à venir en aide au commerce et à l'in-
« dustrie, tandis que, cependant, il parle constamment de la
« reprise normale du commerce, dont l'appel aux capitaux
« d'épargne est maintenant menacée d'amende ou d'emprisonnement. On insiste fréquemment sur ce point que l'inter-
« diction des émissions n'intervient que maintenant. De diffé-

« rents côtés, on rapproche cette interdiction de la préparation
 « d'un second emprunt de guerre, tandis que d'autres n'y
 « voient qu'un moyen d'accélérer l'écoulement, actuellement
 « en baisse, des valeurs de la Défense Nationale; mais il n'est
 « pas impossible que M. Ribot, avec son interdiction des émis-
 « sions, ait seulement l'intention d'enrayer les tentatives du
 « Gouvernement russe, d'intéresser le marché des capitaux de
 « Paris par l'intermédiaire des différentes banques aux
 « emprunts de guerre russes impossibles à placer dans le pays
 « même; d'autre part, il désire sans doute, après l'émission
 « en mai de l'emprunt 5 1/4 % de la Ville de Paris de 300 mil-
 « lions de francs, faire face en temps utile à la menace
 « d'une nouvelle mise à contribution du marché des capitaux
 « par les communes et les entreprises municipales ayant
 « besoin d'argent. »

Si les réflexions du journal allemand sont justes, l'ironie du ton à peine déguisé est déplacée. Evidemment, l'Allemagne n'avait pas son territoire envahi; le blocus avait eu pour elle, financièrement parlant, des effets favorables; point ne lui était donc besoin de recourir à une réglementation du marché des capitaux pour assurer le succès de ses emprunts. Faute de pouvoir exporter leurs disponibilités, les capitalistes d'outre Rhin étaient trop heureux de trouver dans les emprunts d'Etat des placements avantageux.

La loi du 31 mai 1916 se justifiait donc entièrement. D'ailleurs, l'autorisation gouvernementale fut accordée sans peine aux industries qui pouvaient justifier d'un intérêt évident, bien que les autorisations aient été la plupart du temps subordonnées à une souscription ou à un achat de rentes françaises.

Dans un discours du 24 juillet 1919 à la Chambre des Députés, M. Klotz a fourni, relativement aux émissions de guerre des sociétés privées, les renseignements suivants :

Années.	Emissions autorisées.	Refus d'autorisation.
1916	130	25
1917	250	51
1918	335	57

Capitaux sur lesquels ont porté les émissions autorisées :

1916	319 millions de francs.
1917	97 ⁵ » »
1918	2.027 » »

Mais il ne faut pas oublier que de nombreux titres furent pris par les banques ou placés dans le public par leur intermédiaire. Le rapport du Conseil d'administration du Crédit Lyonnais, à l'Assemblée qui a été tenue le 22 avril 1918, mentionne qu'au cours des cinq derniers mois de 1914, l'industrie demanda au public et reçut de lui 16 millions de francs; en 1915, ce chiffre passait à 108 millions; en 1916, à 416 millions; à 1 milliard 333 millions en 1917, soit, au total, près de 1 milliard 900 millions. Et il y était dit : « Cette « statistique n'exprime d'ailleurs pas tout l'effort réalisé, « puisqu'elle ne comprend point les fonds prélevés sur les « bénéfices, sur les réserves, sur les capitaux personnels et « même sur les emprunts, quand ceux-ci n'ont pas donné lieu « à un placement dans le public. »

c) *Mesures prises pour empêcher l'exportation des capitaux.* — Il ne suffisait pas de réglementer les émissions des sociétés françaises. Veiller à ce que des capitaux français n'aillent pas favoriser le développement d'entreprises neutres et mêmes ennemies était bien autrement important.

Il faudra cependant attendre une loi de 1918 pour voir interdire l'exportation des capitaux hors de France. Ce retard peu sembler étonnant; mais rappelons que nos Ministres des Finances eurent, au cours des hostilités, tout lieu d'être satisfaits de l'empressement mis par les épargnants à souscrire aux emprunts. Ils comptaient et avec raison sur leur patriotisme et l'intelligente compréhension de leurs intérêts.

Le rôle des banquiers, durant ces années d'angoisse, fut particulièrement utile et désintéressé; la plupart d'entre eux conseillèrent à leurs clients de s'abstenir d'envoyer leurs capitaux à l'étranger. Leurs efforts furent presque toujours couronnés de succès.

Il restait cependant une minorité de réfractaires égoïstes et à après au gain, pour lesquels une interdiction impérative s'imposait. Ce fut le but de la loi du 3 avril 1918.

La Chambre syndicale des Agents de Change, dans un avis publié en avril 1917, avait d'ailleurs tracé les grandes lignes de cette loi. — En voici les principales dispositions :

La vente des titres, achetés à l'étranger, sur le marché français était rigoureusement interdite d'une façon générale, même pour un Français domicilié en France et pour quelque cause que ce soit.

Les Français domiciliés en France pouvaient seulement vendre les titres qu'ils possédaient avant le 1^{er} août 1914, ou

qu'ils auraient souscrits régulièrement en France depuis cette date.

Les alliés ou neutres domiciliés en France ne pouvaient, en dehors des titres achetés ou souscrits en France depuis la guerre, procéder à des ventes de titres que pour les besoins nécessaires à leur existence et jusqu'à concurrence de ces besoins.

L'avis de la Chambre syndicale se terminait ainsi : « Il « n'est pas possible d'indiquer tous les cas qui peuvent se « présenter. Mais la solution des questions à résoudre dans « l'examen d'un ordre de vente peut être facilement obtenue « si l'on veut bien se rendre compte que le but à poursuivre « est d'empêcher, dans l'intérêt supérieur de la Défense Natio- « nale, par tous les moyens possibles et sous quelque forme « qu'elles se présentent, les exportations des capitaux hors « de notre pays. »

Il était cependant nécessaire que, par une interprétation trop étroite, on n'entrava point le règlement d'opérations licites et utiles. Aussi la loi prévoyait des dérogations générales et permanentes. C'est ainsi que les capitaux pouvaient être envoyés dans nos colonies et pays de protectorat pour y favoriser le développement de l'agriculture, de l'industrie et du commerce; également les entreprises françaises à l'étranger étaient autorisées à disposer des ressources qu'elles pouvaient avoir en France; de même aussi pour les fonds et titres que les particuliers et les sociétés résidant à l'étranger pouvaient avoir en dépôt chez nous. Enfin, la prohibition ne visait aucunement les paiements de produits, denrées ou marchandises achetées à l'étranger et destinées à être importées en France ou dans nos colonies « pourvu que le paiement ait lieu dans « les six mois qui suivent l'opération ».

Ainsi donc, par le jeu combiné des lois de 1916 et de 1918, il était impossible aux capitalistes français de souscrire à leur gré, en France, à une émission publique et, à l'étranger, à une émission quelconque des titres d'une société étrangère.

Ayant ainsi formulé les diverses modifications qui transformèrent le libre jeu de la demande et de l'offre sur le marché des capitaux, nous pouvons passer en revue les valeurs sur lesquelles portèrent les émissions de guerre : valeurs d'Etat à long et à court terme et titres des sociétés privées. Nous envisagerons spécialement ces émissions sous le point de vue transformations qu'elles présentèrent sur les émissions d'avant-guerre quant à leur montant, puis quant à leur nature.

Les transformations dans le régime des émissions de l'Etat et des Sociétés

Les Émissions de l'État Français pendant la guerre

a) *Les B.D.N.* — Dès le 13 septembre 1914, le Gouvernement émettait des valeurs à très court terme sous le nom de Bons de la Défense Nationale. Les titres étaient d'une nature fort différente de ceux de la même famille, antérieurement offerts aux épargnants, appelés Bons du Trésor.

Ces derniers étaient souscrits par les établissements importants au moment de leurs grosses rentrées de fonds. Les grands magasins, les compagnies de chemin de fer, en particulier, trouvaient dans ces placements un emploi à la fois avantageux et ne comportant pas d'immobilisation durable; cependant, les Bons du Trésor d'avant-guerre n'étaient pas susceptibles d'être escomptés. Ce dernier caractère, dans les jours sombres et incertains du début de la guerre, nuisit aux souscriptions. Les détenteurs de capitaux, à ce moment, ne voulaient investir leur argent qu'en placements comportant des disponibilités immédiates ou à très court terme. Aussi, malgré le relèvement de l'intérêt des Bons du Trésor de 3 1/2 % à 4 % et 5 %, leur total passe de 400 millions, en juillet 1914, à 350 au milieu de septembre et à 149 en décembre.

Bien différente est la nature du Bon de la Défense Nationale; ses créateurs voulurent lui donner un caractère beaucoup plus démocratique; il fallait que les plus petits épargnants, ayant quelques fonds disponibles, puissent apporter leur concours au Trésor. Dans ce but on émit des bons à trois mois, portant intérêt à 4 % l'an, des bons à six mois à 4 1/2 % et des bons à un an à 5 %. Comme ces intérêts étaient payables d'avance et déduits du prix de souscription, le taux réel des bons ressortait à 4,16 % pour les bons à trois mois, 4,71 % pour les bons à six mois et 5,26 % pour les bons à un an.

Ainsi un loyer intéressant, une très courte échéance étaient accordés à ces titres. Enfin, dans le but d'attirer les petites bourses, on alla jusqu'à émettre des coupures de 100 francs.

Dès leur apparition, ces valeurs, entièrement nouvelles, séduisirent les capitalistes. Il était bien rare qu'un individu ayant tant soit peu le sens de l'épargne n'achetât pas au moins un bon.

D'autres avantages devaient être plus tard accordés aux bons de la Défense Nationale et les remettre plus en faveur encore auprès des détenteurs de capitaux. Par une circulaire du 24 novembre 1914, les bons de six mois et un an pouvaient être admis à l'escompte lorsque le délai restant à courir jusqu'à leur échéance ne dépassait pas trois mois; cette mesure attira aux bons de puissants souscripteurs parmi les industriels qui n'hésitèrent pas à investir dans de tels placements, et leurs réserves et leurs fonds de roulement (or, les fonds de roulement déposés avant la guerre dans les banques étaient évalués à plus de dix milliards).

Un autre avantage particulier, accordé aux bons, fut la possibilité pour leurs détenteurs de les remettre en garantie d'avances jusqu'à 80 % de leur valeur nominale.

Plus tard, une raison, bien différente du souci de la bonne marche de leurs entreprises, poussa les chefs d'industrie à acheter des bons : ce fut la souscription occulte; l'Etat perdait ainsi un élément de connaissance des bénéfices réalisés par des mercantis.

Puis, pour éviter la thésaurisation de fonds que les épargnants désiraient mettre en réserve, en escomptant pour l'avenir des placements plus avantageux, il fut admis que les bons de six mois à un an seraient admis à la souscription des emprunts futurs avec droit de préférence au pair sous déduction de l'intérêt qui resterait à courir pour arriver à l'échéance du bon.

Des décrets, puis des lois fixèrent le maximum d'émission des bons de la Défense Nationale. Ce maximum fut d'ailleurs souvent dépassé. Dans son discours du 18 mars 1915 à la Chambre des Députés, le Ministre des Finances s'exprimait ainsi : « J'aurais à m'excuser d'avoir dépassé la limite que « la dernière loi a fixée pour la circulation des bons à 3 mil-
« liards 500 millions; ce n'est pas de ma faute si le succès
« des B.D.N. dépasse nos prévisions. »

Le montant net des placements de bons ne cessa de progresser : de 400 millions pendant les derniers mois de 1914, la moyenne mensuelle s'élève à plus de 700 millions en 1915, 900 en 1916 et plus de 1 milliard en 1917 et 1918.

Les bons de la Défense Nationale ont donc provoqué une

transformation très nette dans les méthodes de placements : les sommes, autrefois déposées dans les banques ou bien thésaurisées — ou bien encore investies dans des emplois à long terme, — sont désormais utilisées en valeurs jusque là inconnues du public.

Les banques de dépôts, désirant ne pas immobiliser leurs disponibilités, trouvèrent dans les bons les placements indiqués. Sans ces émissions de valeurs à très court terme, on peut se demander ce que nos établissements de crédit auraient fait des sommes qui leur étaient confiées. Ces sommes, en temps normal, dans la technique des banques de dépôts, doivent servir à des opérations d'escompte; mais comme, par suite des moratoires, la plupart des paiements se faisait au comptant, la principale source de revenus des établissements de crédit disparaissait. Il en était tout autrement des banques d'affaires qui, à la même époque, faisaient à l'industrie privée des avances fort avantageuses.

Plus tard, un important négoce des bons se constitua sur le marché de Paris. Les banques étaient donc certaines de ne pas se trouver gênées dans leur trésorerie.

Mais, par contre, le taux d'intérêt élevé qui fut accordé aux bons eut sa répercussion désastreuse sur notre marché des capitaux. Le fort loyer accordé à des sommes empruntées pour un temps très court fut à la base des lourdes conditions que durent subir dans la suite les sociétés et l'Etat lui-même, lorsqu'il voulut emprunter à plus longue échéance.

L'intérêt accordé aux bons dès 1914 apparaît comme exagéré; et, de fait, étant donné le cours moyen de notre 3 % perpétuel qui, en juillet 1914, était de 78 francs et devait descendre à 75 francs en septembre, que signifiait cette cote au moment même où s'ouvrait l'émission des B.D.N., sinon que 75 francs rapportaient trois francs ou que 100 francs en rapportaient quatre. Dans ces conditions, on peut estimer que, tout au moins jusqu'à l'armistice, l'intérêt des bons n'aurait pas dû dépasser 4 %, si l'on tient compte, en particulier de ce qu'au moment où les bons commencèrent à être offerts au public, le loyer de l'argent était en général plus faible à l'étranger que chez nous : une évasion de capitaux n'était donc pas à craindre.

Comparons notre politique d'intérêt élevé servi aux porteurs de bons à celle de l'Angleterre pour les valeurs à court terme. Au début de la guerre également, il fut émis en Grande-Bretagne des Bons du Trésor (Treasury Bills) à six mois ou

un an d'échéance, assujettis à l'income tax et ne procurant à leurs possesseurs aucun avantage spécial.

Or, en trois mois, le Trésor anglais a encaissé 2 milliards 250 millions de francs à un taux d'intérêt ne dépassant pas 3 1/2 %.

Comme nous le disions précédemment, il est trop facile de juger les événements à distance. Mais il y a tout lieu de croire que, même à un taux d'intérêt plus faible, le public français aurait réservé bon accueil aux bons de la Défense Nationale.

Les obligations de la Défense Nationale.

La continuation d'une guerre longue et coûteuse montra que des ressources, même importantes, mais mises pour un temps trop court à la disposition de l'Etat, étaient insuffisantes.

Aussi des valeurs à plus longue échéance furent-elles offertes sur le marché des capitaux dès le mois de mars 1915; ce furent les obligations de la Défense Nationale. Avant la guerre déjà, ces valeurs n'étaient pas inconnues de nos épargnants; mais l'Etat emprunteur fut conduit à leur accorder pendant la guerre des avantages dont ils ne jouissaient pas auparavant.

Avant 1914, en effet, existaient deux types d'obligations de la Défense Nationale : les unes, à long terme, avaient une durée maxima de trente années et minima de quinze; les secondes avaient au maximum quinze années d'existence.

Le 10 février 1915 eut lieu une émission d'obligations de la Défense Nationale à dix ans, productives d'intérêts semestriels et exemptes d'impôts, comme les B.D.N. Emises à 96,50 au taux d'intérêt nominal de 5 %, leur taux d'intérêt réel ressortait à 5,26 %.

Ces titres étaient admis à la souscription des grands emprunts, comme les bons de la Défense Nationale.

L'émission de valeurs à court terme à des conditions aussi onéreuses pour l'emprunteur ne fut pas sans donner de sérieuses inquiétudes à notre Ministre des Finances.

Une dépréciation importante des valeurs à revenus fixes en général, de la rente en particulier, n'allait-elle pas se produire ? Aussi M. Ribot, annonçant à la Chambre l'émission, disait : « Nous avons commencé, il y a trois semaines, l'émission d'obligations à plus long terme que les bons du Trésor; « nous avons offert un intérêt de 5 % et d'autres avantages

« réels. Cette émission d'obligations aurait pu avoir pour
« résultat de déprécier notre rente 3 %, qui est considérable.
« On a pu craindre un instant que les porteurs de rente 3 %
« aient la tentation de se débarrasser de leurs titres; le fait
« ne s'est heureusement pas produit; le public a apprécié la
« valeur de notre grand fonds national. »

Le motif qui détermina notre Ministre des Finances à émettre ces titres, malgré les dangers qu'offraient pour l'avenir leur remboursement, fut la libération des titres 3 1/2 % 1914 qui flottaient sur le marché de la Bourse. Et ce sont, en effet, ces obligations souscrites par la Caisse des Dépôts et Consignations qui ont permis de faire disparaître l'emprunt 3 1/2 % à la veille du premier emprunt perpétuel en 1915.

Il fut émis pour trois milliards d'obligations en 1915, mais leur succès fut de courte durée, puisque le chiffre des émissions pour ces titres est seulement de 787 millions en 1916.

Un second type d'obligations venait charger le marché des capitaux en 1917; émises au pair à 100 francs, elles rapportaient 5 % d'intérêt; en ce qui concerne le remboursement, le souscripteur pouvait opter entre deux modalités : soit 100 francs à la fin de la première année, soit 102 fr. 50 au bout de cinq ans. Dans le premier cas, l'intérêt était de 5,18 inférieur au B.D.N. à un an dont l'intérêt était au taux de 5,26; dans le second, l'intérêt était de 5,68.

L'ensemble des émissions d'obligations types 1915 et 1917 fut de 452.445.000 francs en 1917 et de 209.678.000 francs en 1918.

Les valeurs à court terme rencontrèrent donc, à l'inverse des bons, infiniment peu de faveur auprès des capitalistes.

De plus, une grosse partie de ces titres en circulation furent réabsorbés dans les grands emprunts. Ainsi, pour un total de 5 milliards 279.759.000 francs d'obligations émises de 1915 à 1918, voici dans le même temps les chiffres de ces titres en circulation :

En circulation au 31 décembre 1915	633 millions.
» » 1916	427 »
» » 1917	522 »
» » 1918	531 »

D'ailleurs, l'émission de titres semblables n'est jamais très avantageuse pour l'Etat emprunteur, car elle ne constitue pas une consolidation.

Les emprunts à long terme.

Tous les belligérants ont eu recours à l'emprunt à long terme pendant la guerre, y compris les pays anglo-saxons qui prétendent conduire les hostilités par l'impôt et non par l'appel au crédit public.

En France, on tarda même beaucoup à émettre un emprunt à long terme. La pensée des hautes sphères financières sur ce point, en 1914, trouve son expression dans ces phrases extraites d'un discours prononcé le 17 octobre 1914 à l'Académie des Sciences morales et politiques : « Il faut recourir à des expédients pour conduire les hostilités... Il ne peut être question maintenant ni d'impôts nouveaux, *ni d'emprunt définitif*. Si d'autres pays recourent en pleine guerre à ces deux moyens, c'est leur méthode; ce n'est pas la nôtre. En ce qui nous concerne, avec neuf départements encore envahis, et même une fois l'ennemi rejeté hors de France avec deux millions et demi ou trois millions d'hommes de toutes situations sociales sous les drapeaux, M. Ribot juge — et tous les hommes expérimentés sont, en France, de son avis — qu'il serait inopportun de recourir à un emprunt permanent.

« La Banque de France a pu faire des avances considérables au Trésor; l'emprunt de 805 millions contracté en juillet 1914 y a joint et y joindra une ressource de quelque importance, les bons de la Défense Nationale feront le reste. »

En dépit de ces paroles, on sentit, dès 1915, le besoin de consolider notre dette flottante, considérablement accrue.

Quatre emprunts furent lancés sur le marché, de 1915 à 1918. Les deux premiers du type 5 % perpétuel, les deux derniers portant intérêt à 4 %.

Avant d'examiner leurs caractères communs et les modifications qu'ils présentèrent sur les emprunts d'avant-guerre, il est inutile d'examiner les conditions particulières d'émission édictées pour chacun. Celles-ci varièrent avec l'état général du marché des capitaux d'une année à l'autre.

Le premier emprunt fut émis en deux tranches au cours très au-dessous du pair, de 87,25. Les facilités de souscription, les nombreuses valeurs (bons et obligations de la Défense Nationale, titres de 3 % perpétuel) qui furent admis en libération, le taux élevé de l'intérêt réel montrent à quel

point le Gouvernement était inquiet de l'accueil que réserveraient à l'emprunt nos capitalistes.

L'admission à la souscription des titres de 3 % perpétuel dénote le souci de l'Etat de ne pas mécontenter les porteurs de rentes anciennes. A ces derniers, il ne fallait pas laisser supposer que l'Etat dépréciait la valeur de leurs titres en fixant un taux d'intérêt plus élevé sans leur laisser la possibilité de participer aux souscriptions d'emprunts nouveaux.

L'admission des bons et obligations de la Défense Nationale était normale en vertu des lois qui avaient autorisé leur création.

Les résultats de l'emprunt montra l'abondance des capitaux disponibles; l'émission totale s'éleva à 13 milliards 308 millions, mais sur cette somme, seulement 6 milliards 285 millions furent souscrits en numéraire.

Un second emprunt autorisé par la loi du 15 septembre 1916 fut émis à 87 fr. 50. Cette rente ne diffère pas de la rente émise en 1915; comme cette dernière, elle est inconvertible jusqu'en 1931.

Mais, contrairement à ce qui s'était passé pour le premier emprunt, le 3 % perpétuel ne fut pas admis à la conversion en 5 %; par contre, la rente 3 1/2 % amortissable, libérée avant le 31 janvier 1915, fut admise à la souscription.

Le nombre des souscripteurs fut à peu près le même que pour l'emprunt 1915, pour lequel on en avait compté environ trois millions deux cent mille.

Le taux effectif d'intérêt était de 5,71 % contre 5,73 % en 1915. Le produit effectif de l'emprunt baissa à son tour, son montant total fut de 10 milliards 082.435.000 francs dont 5 milliards 425.330.000 francs en numéraire.

Lorsqu'en 1917, M. Klotz voulut lancer de nouvelles rentes perpétuelles, il craignit qu'une troisième émission du type 5 % ne vint trop lourdement charger le marché des capitaux; il crut répondre davantage au sentiment public des souscripteurs en offrant un nouveau type de rentes. Or, un taux nominal plus élevé eut mis les sociétés privées dans l'impossibilité complète de faire appel au marché des capitaux, surtout celles ne travaillant pas pour la Défense Nationale et auxquelles une autorisation ministérielle d'émission aurait été accordée. « A quel taux, disait M. Klotz, les industriels, les « commerçants, les agriculteurs, à quel taux les villes, les « départements, les communes devront-ils emprunter demain « si l'Etat emprunte lui-même à 6 %. »

Pour cette raison, on adopta pour l'emprunt 1917 un

taux nominal de 4 % avec un prix d'émission approprié : 68 fr. 50. Les perspectives de hausse dans l'avenir étaient de nature à séduire l'épargne.

De plus, si le taux nominal d'intérêt était de 4 %, le taux réel, par suite du prix d'émission, était de 5,83 %, c'est-à-dire supérieur à celui des précédents emprunts.

Les souscriptions s'élevèrent à 10 milliards 171.202.000 francs, dont 5 milliards 133.914.000 furent libérés en numéraire.

Moins d'un an après l'emprunt de 4 % 1917, l'Etat français faisait une quatrième fois appel au marché des capitaux. La dette flottante s'était considérablement accrue en 1918. Une consolidation plus ou moins partielle s'imposait. L'heure était propice. Suivant les renseignements recueillis par le Ministre des Finances, les capitaux disponibles dans le pays étaient très abondants. Le prix d'émission établi à 70,80 pour quatre francs de rente donnait un taux net de 5,65 %, sans tenir compte du petit supplément qu'ajoutait à ce taux le bénéfice du paiement trimestriel des arrérages. Les obligations et les bons de la Défense Nationale furent admis en versement pour libérer les souscriptions avec une prime de 0,50 %; prime réduite à 0,25 % pour les bons à moins de six mois; enfin, pour favoriser les porteurs de fonds russes, gravement lésés dans leurs intérêts, on admit ces titres à la souscription de l'emprunt.

Le résultat de cet emprunt fut très brillant; le capital nominal souscrit dépassa 30 milliards et le capital effectif 21 milliards et demi avec sept millions de souscripteurs.

Nous pouvons maintenant dégager les transformations générales qui distinguent ces emprunts de guerre des emprunts du temps de paix. Ces diverses modifications ont eu pour but, soit de donner confiance à l'épargne en l'illusionnant sur la véritable situation de l'Etat, soit de procurer aux titres émis par l'Etat une situation de premier plan sur le marché des capitaux.

D'abord tous ces emprunts ont été émis au-dessous du pair; le taux de l'intérêt apparaît ainsi comme moins élevé; l'emprunteur ne semble pas, dès lors, se trouver en position critique. Les épargnants en France attachent une grande importance à ce phénomène : ainsi le fait d'avoir adopté en 1917 le taux nominal de 4 %, au lieu de 5 % les années précédentes, augmenta la confiance des capitalistes en la solidité de ces titres et décida maints hésitants.

Résultats des Quatre Emprunts de la Défense Nationale

NATURE DES SOUSCRIPTIONS	Emprunt 5 % 1915	Emprunt 5 % 1916	Emprunt 4 % 1917	Emprunt 4 % 1918	Total en 1.000 francs
Produit effectif (en 1.000 fr.).	13.307.811	10.082.453	10.171.202	21.743.885	55.305.351
Numéraire	6.284.731	5.425.330	5.133.984	7.099.283	23.943.329
Bons du Trésor	"	"		20.420	20.420
Bons de la Défense Nationale.	2.244.385	3.693.071	4.584.768	12.952.832	23.475.056
Obligations de la Défense Nationale.	3.316.883	956.272	449.491	1.404.466	6.127.112
Rente 3 ½ % amortissable. .	22.349	7.779	2.959	3.181	36.268
Rente 3 % ancienne.	1.439.463				1.439.463
Coupons russes.				263.703	263.703
Total égal au produit effectif.	13.307.811	10.083.453	10.171.202	21.743.885	55.305.351
Montant en valeur nominale.	15.204.960	11.513.978	14.803.096	30.690.456	72.212.490

Autre caractère : tous ces emprunts sont des emprunts perpétuels; l'amortissement n'y joue qu'un rôle secondaire.

Enfin, tous nos emprunts de guerre furent illimités, c'est-à-dire le chiffre maximum des rentes à émettre ne fut pas fixé. Seule était prévue la date de clôture de l'émission.

Avant la guerre, au contraire, lorsque l'Etat faisait appel au marché des capitaux, il ne manquait jamais de préciser les sommes dont il avait besoin. Des réductions de souscriptions étaient prévues; on eut à appliquer cette dernière clause lors du lancement du 3 1/2 % amortissable 1914.

La transformation qui s'est produite dans la méthode suivie par l'Etat pour tâter le marché des capitaux reflète le renversement produit dans la situation de l'offre et de la demande sur le marché. Avant 1914, il fallait limiter les apports de fonds du public, réserver une part des souscriptions à la petite épargne. Un seul souci se dessine pendant la guerre : absorber le maximum possible de capitaux.

L'Amérique et l'Angleterre, au contraire, qui avaient une très solide armature financière, continuèrent à émettre des emprunts limités.

Les épargnants ont donc, de 1915 à 1918, apporté sur le marché des capitaux, en argent liquide, 23 milliards 943.329 mille francs pour la souscription aux emprunts.

Si l'on ajoute à ces chiffres les sommes consacrées à l'achat de valeurs du Trésor à court terme, on se rend compte de la part très restreinte de disponibilités qui fut réservée à l'industrie privée.

La part réservée à l'industrie apparaît plus faible encore si l'on remarque qu'à ces émissions de l'Etat il y a lieu d'ajouter le lancement sur le marché de titres garantis, en particulier des obligations de Compagnies de chemin de fer.

Ces dernières furent émises en moins grande quantité qu'en 1913, durant les trois premières années de la guerre; à partir de 1918, au contraire, les Compagnies, voyant leurs déficits augmenter de façon inquiétante, procèdent à des émissions considérables de titres à revenus fixes.

Par contre, la faible importance des emprunts coloniaux — ainsi que des emprunts des départements et des villes gagés par des annuités de l'Etat — réalisés sur le marché français constitue une importante modification dans l'allure de nos émissions, comparativement aux années d'avant-guerre. Tandis qu'en 1913, par exemple, il a été émis par l'Indo-Chine

Émissions d'Actions et d'Obligations de Sociétés françaises et étrangères
sur le Marché français
(en milliers de francs)

	Année 1914 (2 ^e sem.)		1915		1916		1917		1918	
	Actions	Obligations	Actions	Obligations	Actions	Obligations	Actions	Obligations	Actions	Obligations
Banques et Crédit Foncier			1.000		550		65.500	600.000	13.000	1.000
Assurances . . .			1.800	50			7.500	2.200	1.000	500
Valeurs immobilières				1.400			1.000	3.000	10.000	5.500
Tramways				7.350		8.000	6.403		14.000	3.000
Eaux, ports, docks										
Services publics.										
Gaz				4.000		43.000	7.000	5.000	7.500	8.500
Electricité			500	11.100	8.825	50.375	79.785	176.500	16.500	12.300
Automobiles et Aviation			800				2.500	21.000	75.631	101.650
Métallurgie . . .			1.250	200	13.550	15.000	110.95.	135.300	30.000	47.500
Produits Chimiques			3.075		46.305	3.350	17.220	42.500	222.142	308.500
Matériaux de Construction . .			400		1.500		4.675	1.000	112.350	29.500
Mines					6.875	2.150	400	3.500	7.050	900
Navigation			6.505	600	12.492	15.000	23.900	22.000	13.905	1.840
Navigation) Françaises .			2.670		73.343	20.395	61.750	72.511	59.653	118.505
Valeurs) Etrangères.				50.000			216.551	14.853	35.000	
	418.929	2.200.985	18.000	74.700	160.440	157.270	598.301	1.099.364	618.231	639.195

110.987 obligations de 500 francs et par le Congo 12.000 obligations de 500 francs; on ne constate aucun emprunt colonial de 1915 à 1918.

Les émissions de sociétés privées pendant la guerre.

Les besoins intenses de capitaux de l'industrie pendant la période de guerre peuvent surprendre au premier abord. Les statistiques industrielles et commerciales accusent, en effet, une réduction sensible de nos capacités productives durant la crise; la pénurie de combustible et les difficultés rencontrées par l'industrie pour s'approvisionner en matières premières ne contribuèrent pas à diminuer les entraves engendrées par l'état de guerre. Ainsi, nous produisîmes, en 1913, quarante millions de tonnes de houille et de lignite, et nous en consommâmes soixante-quatre; les chiffres correspondants en 1918 furent vingt-six et quarante-deux.

Nous exportâmes avant la guerre huit millions de tonnes de minerai de fer; en 1918, pour mettre à la disposition de l'industrie 5.031.000 tonnes de produits sidérurgiques, on dut recourir largement à l'importation.

Cette rupture d'équilibre eut pour conséquence directe de bouleverser notre balance commerciale; non seulement le déficit annuel s'accrut (il passa de 1.452 millions en 1913 à 17 milliards en 1918, après avoir atteint 21 milliards en 1917), mais il y eut une modification notable dans la proportion des catégories importées.

La paralysie générale de notre industrie pendant la guerre est donc un fait indiscutable. Toutefois, malgré les difficultés de l'heure, l'intensité de la production varia beaucoup entre 1914 et 1918. La fabrication, poursuivie d'une manière intensive, de canons et de munitions, obligea les industriels à pousser au plus haut degré le rendement des éléments de fabrication dont ils disposaient. L'augmentation de la capacité de production de nos hauts fourneaux terminés ou mis en service pendant la campagne correspond à 590.000 tonnes; pour l'acier, on accrut de 94 % le nombre des fours Martin existant en territoire non envahi, de 114 % celui des convertisseurs, de 105 % celui des creusets, de 75 % celui des fours électriques.

Pour subvenir aux besoins de la Défense Nationale, de nouvelles usines furent construites; des sociétés nouvelles se fondèrent, qui firent appel au marché des capitaux; d'autres, existant déjà, se donnèrent de l'extension et augmentèrent

leur capital social. C'est ce qui explique les appels de capitaux que fit alors l'industrie.

Deux questions importantes se posent à ce sujet. D'abord quel fut le montant des sommes réservées par l'épargne à l'industrie privée ? Cette question résolue, il y aura lieu de dégager de ce chiffre global la proportion qui existe entre les valeurs à revenus fixes et les valeurs à revenus variables, entre les actions et les obligations :

1° La grosse majorité des émissions réalisées sur le marché français avant la guerre portait sur des valeurs offertes au public par les sociétés.

Mais, dès 1915, nous assistons à une transformation complète dans la nature de nos émissions. La fermeture de la Bourse, l'inquiétude du lendemain, la désorganisation générale dissuadèrent et même empêchèrent les sociétés françaises de faire des appels au marché de capitaux.

Toutefois, l'année 1914 elle-même n'avait pas marqué une diminution sérieuse du chiffre des émissions des sociétés privées. Notre industrie avait largement sollicité l'épargne de janvier à juillet.

La faiblesse des appels du marché, en 1915, reflète avec netteté la période de marasme et d'organisation que traverse le pays. Pour s'en tenir aux sociétés françaises, nous constatons une diminution des appels à l'épargne qui va de 1.100 millions en 1913 à 700 millions pour l'année 1914 pour passer brusquement à 40 millions environ en 1915.

A la fin de cette dernière année, on constate un renouveau d'activité économique et financière. Le pays comprend que la guerre sera longue et qu'un effort immense est nécessaire pour obtenir la victoire. L'agriculture donne l'exemple du redressement; la récolte, pour le blé, est peu inférieure à celle des années de paix. De leur côté, dans le but d'agrandir leurs usines, les chefs d'entreprise essaieront, bien que timidement, de se rendre compte des dispositions des capitalistes à leur égard. Les émissions pour les sociétés françaises passeront de 40 à 230 millions environ en 1916. Remarquons que la plupart des établissements emprunteurs travaillaient pour les besoins de la Défense Nationale; le Ministre s'était empressé d'user du pouvoir discrétionnaire d'autoriser ou de défendre les appels au marché des capitaux, que lui donnait la loi de 1916.

Parmi les sociétés auxquelles des autorisations furent accordées, citons : la Société Normande de Métallurgie, les

Laminoirs de Cuivre et Cartoucheries de Toula, les Usines Franco-Russes, etc...

Cette même année se fondèrent quelques sociétés, dans le domaine de l'industrie chimique principalement, telles la « Société pour l'Industrie Chimique », etc...

L'activité plus grande du marché financier en 1916 avait été considérée par les industriels comme de bonne augure pour l'année suivante. Un travail formidable va être entrepris en 1917; de nombreuses entreprises nouvelles vont être créées, qui permettront d'intensifier la production. Sûre d'être largement rémunérée par l'Etat de toutes ses dépenses, l'industrie privée n'hésitera pas à user des moyens nécessaires pour attirer les capitalistes (bien entendu, dans les limites fixées par le Gouvernement).

Les besoins d'argent devenaient de plus en plus pressants avec l'élévation des prix des salaires et des matières premières. Aussi, malgré les appels de l'Etat au marché des capitaux pendant la troisième année de guerre, les sommes souscrites en faveur de l'industrie privée dépassent de plus de un milliard les chiffres de l'année précédente. Il a encore été réservé à la catégorie d'entreprises produisant des engins de guerre le privilège presque exclusif d'émettre; citons les Sociétés des Etablissements Hotchkiss, la Société d'Outillage Mécanique et d'Usinage d'Artillerie, les Forges et Aciéries de Firminy, la Maison Bréguet, les Produits Chimiques de l'Ouest, etc...

La fièvre industrielle n'empêcha pas les sommes confiées par l'épargne à l'industrie en 1918 de diminuer considérablement. Les capitalistes se demandaient avec anxiété si, avec la suppression des commandes de l'Etat, la grosse industrie n'aurait pas à liquider à perte les stocks qu'elle avait accumulés. Que ferait-on de ces usines, de ces outillages uniquement adaptés aux besoins de la guerre ? Devant tant d'incertitude, les vieilles habitudes françaises de placement reprirent le dessus; le succès prodigieux de l'emprunt de la Victoire le prouve.

Beaucoup d'entreprises, qui ont sollicité l'épargne pendant la dernière année de guerre, ne travaillaient pas exclusivement pour les besoins de la Défense Nationale; la confiance absolue dans le triomphe final décida des sociétés importantes à se préparer rapidement à coopérer à la restauration nationale. Elles eurent alors besoin de capitaux.

Des affaires nouvelles furent également créées dans le domaine des constructions navales; les nombreux torpillages avaient, en effet, engendré une crise de transports, qui eut

pu devenir critique. Parmi les sociétés fondées pour remédier à cette situation nouvelle, citons la Société des Chantiers Navals de l'Ouest et la Compagnie Générale de Constructions Navales.

Dans l'ensemble, il y a lieu de remarquer que, malgré la diminution du pouvoir d'achat de notre unité monétaire, le niveau des valeurs françaises émises par des sociétés, tant françaises qu'étrangères, autres que l'État, de 1915 à 1918, reste constamment inférieur à celui de 1913, soit un total de 5 milliards 885.415.000 francs.

2° De ce total, la discrimination entre les valeurs à revenus fixes et les valeurs à revenus variables va nous faire apparaître une nouvelle transformation de notre marché des capitaux pendant la guerre.

Une entreprise qui cherche à se procurer des capitaux par un appel au public doit, avant tout, se préoccuper du succès de son émission; or, cette réussite dépend de la situation du marché financier; ce dernier est lui-même influencé par des causes très diverses, politiques, économiques et monétaires. L'emprunteur devra donc grandement tenir compte de la mentalité des épargnants au moment de l'émission. En d'autres termes, suivant les personnes et les circonstances, une émission aura plus ou moins de chances de réussite selon qu'elle portera sur des actions, ou au contraire sur des obligations.

En temps normal, lorsque l'offre de capitaux est égale à la demande, les deux éléments principaux qui guideront l'émetteur dans son choix seront la nationalité et la condition sociale de l'ensemble des détenteurs de capitaux qu'il se propose de solliciter.

Un Français est naturellement porté vers les fonds d'Etat et se montrera beaucoup plus réservé qu'un Allemand dans un emploi de capitaux en actions de sociétés industrielles.

De même, dans une même nation, les capitalistes, suivant qu'ils appartiendront à tel ou tel échelon de l'échelle sociale, auront le goût du risque plus ou moins développé; l'industriel ou le commerçant habitué à aventurer des capitaux se rendra plus facilement acquéreur d'actions que l'employé ou le petit rentier.

En temps de guerre, des influences extérieures viennent modifier les tendances habituelles des épargnants. L'Etat offre-t-il aux détenteurs de capitaux des placements particulièrement rémunérateurs ? Les entreprises ayant besoin de capitaux

doivent dès lors tenir compte des prétentions élevées des prêteurs; l'intérêt servi devra être plus élevé encore si l'Etat fait bénéficier ses titres d'avantages tels que : exemptions d'impôts, possibilités d'escompte qui réduisent au minimum les risques de l'épargnant.

La nécessité de réduire ces risques au minimum orientera également les emprunteurs vers la politique à suivre pour solliciter l'épargne avec succès; le choix des valeurs à revenus fixes s'impose alors.

Un autre mobile peut pousser les sociétés à émettre tel ou tel genre de valeurs. Si, par suite des circonstances, elles réalisent d'énormes bénéfices, il sera pour elle de bonne politique en faisant appel aux capitalistes de ne pas intéresser les porteurs de titres nouvellement émis à ces avantages. Les anciens actionnaires ne tiendront pas à partager les bénéfices avec les nouveaux arrivants.

Les deux cas précédents se sont réalisés pendant les hostilités. Le rapport actions sur obligations va se trouver renversé par suite de la guerre. Mais, en plus du renversement des termes de ce rapport, nous constaterons le gonflement du facteur obligations; la valeur du rapport sera donc elle aussi modifiée.

Examinons la méthode suivie par les sociétés pour contrebalancer les avantages réservés par l'Etat aux porteurs de ses titres, en particulier aux porteurs de B.D.N.

Tout d'abord, les entreprises émirent des obligations à 4 %, puis à 5 %, puis à 6 %, comme le firent les Compagnies de Chemins de fer.

Mais cela était insuffisant; la marge entre le taux d'intérêt servi aux fonds d'Etat exempts d'impôts et celui que servait l'industrie privée n'était pas assez large. Il lui fallait, ou bien porter l'intérêt servi à 6,80 ou 7 %, ou bien exonérer les titres émis des impôts présents et futurs, en prenant ces impôts à sa charge.

Et, de fait, l'intérêt servi aux obligataires s'en alla toujours progressant depuis 1914. Le tableau suivant permet de suivre les taux successifs d'intérêt des titres à revenus fixes pendant la guerre.

Pendant le premier semestre 1914, le taux nominal de 5 % et le taux réel se confondent sensiblement. Il n'en est plus ainsi dès 1915 : le taux nominal passe à 5 1/2 et 6 %, tandis que le taux réel, par suite du service des impôts qu'assument les établissements émetteurs, est porté à 5,61 en mai et à 6,52 en décembre. Enfin, à partir de 1916, le loyer de l'argent

atteint, toutes charges comprises, le chiffre de 6,69 ^{et} et se maintiendra à ce taux jusqu'en fin 1918.

	Taux nominal	Prix d'émission	Taux réel non compris impôts	Taux réel y compris impôts de droit à charge de Société	Impôts tous à sa charge	SOCIÉTÉS
1914						
Janvier . . .	5	500. "	5. "	"	"	Hyd. Élect. Basses-Pyrén.
Avril . . .	5	475. "	5.26	"	"	Établissements Arbel.
Juin . . .	5	500. "	5. "	"	"	C ^{ie} Transatlantique.
1915						
Mai . . .	5 ½	499. "	5.61	5.59	6.11	Im. Com. et Civil.
Octobre . .	6	475. "	6.31	6.09	6.63	Omnium Fabrication Élect.
Décembre .	6	460. "	6.52	6.09	6.63	Société Rhône et Lyon.
1916						
Juin . . .	6	499. "	6.12	6.09	6.63	Chargeurs Réunis.
Septembre .	6	500. "	6. "	6.09	6.63	Fours Électriques Bonnin.
Décembre .	6	499. "	6.12	6.09	6.63	Tréfileries du Havre.
1917						
Juin . . .	6	500. "	6. "	6.09	6.60	Prod. Chimiques d'Alais.
Juillet . .	6	485. "	6.18	6.09	6.69	Delaunay-Belleville.
Octobre . .	6	480. "	6.25	6.09	6.69	Électricité Industrielle.
1918						
Janvier . .	6	490. "	6.12	6.09	6.69	Filatures d'Angers.
Juin . . .	6	491.50	6.09	6.09	6.69	Air Liquide.
Décembre .	6	400. "	6.09	6.09	6.69	Générale Électrique.

Economiste Européen.

On remarque le décalage très brusque qui se produit en 1915. A ce moment, en effet, la faiblesse des dividendes, conséquence du marasme de l'industrie et l'incertitude de l'avenir avaient considérablement déprécié, aux yeux des capitalistes, les valeurs à revenus variables; les grosses émissions d'actions étaient vouées à un échec certain. C'est ce qui explique le rapport 9/37 des actions aux obligations pendant cette année.

Cette transformation est rendue plus saisissante encore si l'on remarque qu'en 1913 ce rapport était très sensiblement égal à l'unité.

Un nouveau revirement de la situation se dessine en 1916. Les nombreux billets jetés dans la circulation, en 1915, avaient eu pour résultat de déprécier notre unité monétaire; les nombres index du coût de la vie, qui assignaient aux prix moyens de 1914 le chiffre 100, étaient montés à 200. Le loyer de l'argent ne s'était pas élevé en proportion de la diminution de puissance d'achat de notre franc. Si un mobile patriotique poussait l'épargne à répondre aux appels de l'Etat, il n'en était pas de même pour l'industrie privée.

Une campagne de presse avait signalé au public les bénéfices énormes que réalisaient les fournisseurs de l'Etat. Aussi, l'espoir de toucher de gros dividendes apparut aux capitalistes comme un moyen de parer aux difficultés croissantes de la vie.

Les emprunteurs comprirent les raisons qui pousseraient l'épargne à venir à eux; c'est ce qui explique le renversement du rapport actions sur obligations. Sur 317 millions de francs environ de valeurs émises par les sociétés privées sur le marché français en 1916, les actions représentent 160 millions de francs, et les obligations 157.

La situation ne diffère donc plus de ce qu'elle était en 1913 que par la diminution du volume de chaque compartiment de valeurs.

On voit l'importance de ces transformations successives, qui donnent à notre marché des capitaux un air d'incohérence et de désordre.

Une objection cependant vient à l'esprit. Comment expliquer que l'industrie choisisse le moment où elle commence à réparer les pertes subies pendant les premiers mois de la guerre pour inviter un plus grand nombre d'actionnaires à partager ses profits ?

Outre le besoin d'argent que nous avons déjà signalé, il y a lieu de remarquer qu'en 1916, sur les 160 millions environ d'actions émises par les sociétés privées, une grosse partie représente des valeurs émises par les établissements nouveaux fondés dans l'année. Ceux-ci, au nombre de 46, émirent pour 90 millions d'actions. De sorte, qu'en définitive, en ce qui concerne les sociétés anciennes, la transformation du rapport actions sur obligations entre 1915 et 1916 est moins tranchée qu'elle ne le semble au premier abord.

Et puis, les sociétés émettrices étaient bien décidées à ne pas verser des dividendes exagérés à leurs actionnaires, mais bien plutôt à constituer des réserves puissantes et d'importants fonds de roulement pour parer aux crises qui ne manqueraient pas de survenir.

Et ces sommes mises de côté permettront à l'industrie, en 1917, d'émettre des valeurs à revenus fixes en proportion supérieure à celle de l'année précédente. Le rapport actions sur obligations devient très sensiblement égal à 1/2; il est émis pour 1.099 millions d'obligations contre 598 millions d'actions.

Sur ce dernier chiffre, cependant, la plus grosse part revient aux émissions de sociétés anciennes; les entreprises nouvelles n'y figurent que pour 50 millions.

En 1918, enfin, les émissions de sociétés privées s'élèvent à 1.257 millions; les actions représentent 618 millions et les obligations 639.

Les sociétés nouvelles ont émis pour 100 millions d'actions.

Parmi les sociétés ayant procédé à des augmentations de capital, citons : la Compagnie Française du Bi-Métal, la Société Normande d'Alimentation, les Ateliers et Chantiers de la Gironde, la Société des Usines Métallurgiques de la Basse-Loire et, en ce qui concerne les bons et obligations émis avec exemption d'impôts, nous citerons :

Les obligations de la Compagnie Electro-Mécanique;
» » des Abattoirs Industriels du Sud-Ouest;
» » de la Société des Ciments Portland;
Les bons 6 % de la Société Toulousaine de Bozacle;
» » de la Société des Forces Motrices de la
 Vienne.

L'industrie de l'alimentation émit en 1918 des actions qui eurent la faveur du public; la Société d'Abattoirs et d'Entreprises Frigorifiques, constituée en 1913 au capital de un million, vit son capital porté en 1918 à dix millions en vue de l'établissement, dans les centres d'élevage, d'entreprêts frigorifiques et d'abattoirs industriels.

En résumé, pour toute la durée des hostilités, le rapport moyen des actions aux obligations est de 0,70, après avoir été 1,5 en 1912 et 1,3 en 1913.

Cette transformation méritait d'être retenue.

N.-B. — Les sommes obtenues par l'industrie au moyen de l'appel au public pendant la guerre peuvent sembler bien faibles et en grande disproportion avec ses besoins.

L'industrie trouva, par contre, des ressources importantes dans ses réserves et surtout après 1917, dans les nombreux crédits à court terme que lui consentirent les banques.

Les Variations des Cours des différentes Valeurs pendant la Guerre

La hausse du taux de l'intérêt, les bénéfices considérables réalisés par l'industrie devaient avoir leurs répercussions sur le cours des valeurs elles-mêmes.

Celles-ci subirent des modifications en sens inverse, selon qu'elles appartenaient au groupe des valeurs à revenus fixes ou à celui des valeurs à revenus variables.

Le prix d'achat en bourse des valeurs à revenus variables dépend de plusieurs facteurs : la situation des entreprises qui les ont émises et les dividendes distribués.

La spéculation amplifie les mouvements de hausse ou de baisse qui se dessinent pendant les périodes de surproduction, ou, au contraire, dans les moments de crise.

Le nombre de titres se trouvant à un moment donné sur le marché a enfin son importance : suivant qu'ils seront plus ou moins nombreux, les cours de ces titres s'élèveront ou, au contraire, diminueront.

Les cours des valeurs à revenus fixes obéissent au contraire aux mouvements du taux de l'intérêt. Leurs porteurs ne sont pas directement intéressés à la plus-value de l'actif des entreprises. Donc, plus le taux d'intérêt s'élève et plus le stock des valeurs à revenus fixes préexistant se trouvera déprécié; dès que, sur le marché des capitaux, sont offerts des titres à un taux d'intérêt plus élevé, immédiatement les valeurs précédemment émises baissent et la dépréciation est d'autant plus grande que la marge entre les taux d'intérêts anciens et nouveaux est plus accentuée.

Si, par exemple, à un moment donné, 100 francs rapportent 6 %, une valeur rapportant 3 % (quel que soit le rendement de l'affaire qui l'a émise) se capitalise autour de 50 francs. Mais, en stricte justice, il faudra que le capital donnant 6 % d'intérêt représente une puissance d'achat double de celle qui, auparavant, rapportait 3 %.

Ce ne sera pas seulement les fonds d'Etat qui se trouveront dépréciés par la hausse du taux de l'intérêt, toutes les catégories de titres à revenus fixes se trouveront également affectées, compte tenu, bien entendu, des caractéristiques particulières et de la qualité économique de chacun de ces titres.

C'est sur l'amplitude de ces mouvements de cours et leurs conséquences qu'il faudra insister pour saisir toute l'ampleur de la transformation du marché au cours de ces dernières années.

a) *Les variations des titres à revenus fixes.*

Les porteurs de fonds d'Etat connurent pendant les années qui précédèrent la guerre une quiétude presque parfaite. Il fallut la grande crise pour bouleverser le crédit de la vieille Europe et réduire la valeur de ces titres, considérés autrefois comme « de tout repos ».

L'élévation du taux de l'intérêt porté à 5 %, pour les valeurs à court terme, dès le début de la guerre, nos revers militaires des premiers jours ne tardèrent pas à faire sentir leurs effets sur le cours de nos rentes. Notre 3 % perpétuel, qui cotait 83,05 en mi-juillet 1914, était tombé à 68 au milieu de septembre 1915. Le lancement de l'emprunt en rentes perpétuelles au taux de 5,75 % va précipiter sa chute, si bien qu'au 31 décembre de la même année, son cours se fixe à 63,75. La rente 3 % baissera encore de 5 points jusqu'aux premiers mois de 1918, date à laquelle notre grand fonds national s'améliorera sous l'heureuse impression des succès de nos armes.

On ne peut suivre avec précision la réaction produite sur ces titres par les nombreuses émissions que fit l'Etat pendant ces quatre années. Ces cours sont, en effet, fictifs; la rente française 3 % a été artificiellement soutenue, tant les pouvoirs publics craignaient de voir les détenteurs de ces titres s'en débarrasser à n'importe quel prix.

Malgré le défaut de véracité de ces cours, les variations de notre 3 % perpétuel sont à opposer à celles de notre 3 % amortissable; on constate que la baisse, pour ces derniers titres, a été beaucoup moins considérable que pour les premiers; tandis qu'entre les cours de fin décembre 1913 et fin décembre 1918 existe un écart de 24 points pour la rente perpétuelle; la baisse pour notre 3 % amortissable n'est que de 17 points. L'amortissement a donc pour effet de maintenir le cours d'une valeur le plus près possible de son nominal.

Cette remarque trouve également son application en ce qui concerne les cours des obligations de chemins de fer; les mouvements de baisse ont été plus ou moins prononcés, sui-

vant les délais plus ou moins longs de remboursement des séries (voir le tableau ci-après) :

Cours des valeurs à revenus fixes pendant la guerre

	1913	1914	1915	1916	1917	1918
Fonds d'État.						
3 % français perpétuel. . .	85,40	72,10	63,75	61	58,70	61,55
3 % amortissable	89,50	78,50	72,35	68,45	67	72,90
3 1/2 — 1914. . .		86,75	90,25	90	90,25	89,75
5 % perpétuel, 1915/16 . .				88,25	88,30	88,30
Valeurs à lots.						
Ville de Paris 1865, 4 % 500 francs	539,75	515	510	532	540	564
Foncières 1879, 2,60 % 500 francs	438,25	430	410	419,75	450	444,50
Foncières 1879, 3 % 500 fr.	486	455	444	465	478	488,50
Obligations de chemins de fer français.						
Dates d'amortissement :						
1954 : Est, 4 %	500	459	403	402	402	408
1954 : Est, 3 % anc . . .	413,50	371	359	335,75	342,50	353
1958 : P.-L.-M., 4 % . .	413,50	456,50	415	399	406	404
1957 : Midi, 3 % anc. . .	413,50	378	346	337,50	344,15	353
1950 : Nord, 3 % nouv. .	412,75	369,50	328	336,50	333	333
1951 : Orléans, 3 % anc.	418,50	387	374	353	364	367,50
Obligations industrielles.						
Thomson-Houston, 4 % . .	445	395	388	402	444	425
Aciéries de France, 4 % . .	466,50	473	430	441,50	424	454
— du Nord-Est, 4 % . . .	487	440	440		375	449
Métaux, 4 %	488	470	471	410	431	417
Châtillon-Commentry, 4 % .	490	485	477	475		492
Usines Basse-Loire, 4 % . .	463	452	410	395	395	411
Fives-Lille, 4 %	490	455	455	409	425	479
Denain-Anzin, 4 %	494	504	400			

La clause de la garantie d'intérêt devait établir un certain parallélisme entre la tenue de ces titres et les cours de notre 3 % amortissable; et, de fait, à l'exception des obligations du

Nord et du Lyon, qui ne bénéficièrent plus de la garantie d'intérêt depuis 1914, nous constatons un mouvement de baisse générale de ces valeurs jusqu'en décembre 1917, suivi d'une hausse en 1918.

A côté de la bonne tenue des rentes amortissables, par comparaison aux rentes perpétuelles, signalons l'allure ferme des valeurs à lois pendant le conflit. Nombre de titres de cette catégorie avaient retrouvé à la fin de la guerre leur valeur de 1913; tel fut le cas pour les obligations de la Ville de Paris et du Crédit Foncier. Ainsi se confirme l'incontestable attrait qu'exercent sur le public les lots et les larges primes d'amortissement, et cela, malgré un taux d'intérêt relativement faible (3 ou 4 %).

C'est enfin le compartiment des obligations industrielles, dont l'allure générale, en dépit d'une défaillance en 1915, accuse la plus jolie courbe. Presque toutes ont, en 1918, un cours supérieur à celui de 1913.

Et, cependant, beaucoup de ces titres ne donnaient que 3 1/2, 4 ou 4 1/2 % d'intérêt au maximum. C'est donc uniquement une raison de psychologie qui peut expliquer la bonne renommée de ces valeurs auprès des épargnants : les capitalistes voyaient dans ces placements un moyen de confier leurs capitaux à des entreprises dont le crédit était indépendant du crédit de l'Etat.

En résumé, dans l'ensemble, la masse des valeurs à revenus fixes a subi une grosse dépréciation pendant la guerre. En donnant l'indice 100 à la valeur moyenne de 56 valeurs importantes de ce compartiment, réparties en 12 groupes pendant la période 1901-1910, les chiffres correspondants s'établissent ainsi pour la période 1913-1918 :

Années.	Cours.
1913	91
1914	90
1915	82
1916	77
1917	75
1918	77

Remarquons la hausse générale des cours en 1918. C'est l'indice du retour de l'épargne vers les valeurs donnant un intérêt fixe après la grande envolée, puis le tassement d'un grand nombre de valeurs à revenus variables.

Les Cours des Valeurs à revenus variables

Si les cours des titres à revenus fixes présentent une tendance générale à la baisse, ceux des valeurs à revenus variables accusent une bien moins grande uniformité. Tandis que les entreprises, travaillant pour les besoins de la Défense Nationale, produisaient à plein rendement, il en fut d'autres pour qui la guerre eut des effets désastreux; certaines même ne servirent aucun dividende au cours des hostilités.

Parmi les entreprises qui furent victimes de la guerre, citons en premier lieu les grandes Compagnies de chemins de fer. Leur situation n'était déjà pas très brillante en 1913; le déficit total d'exploitation de nos six grands réseaux était alors de 79.300 francs; mais, dès 1914, nous voyons ces pertes monter à 311.000 francs par suite de la mobilisation; elles sont de 272.000 francs en 1915, de 217.000 francs en 1916, de 287.000 francs en 1917 et atteignent 448.000 francs en 1918.

Dans ces conditions, rien de surprenant que les actions de chemins de fer n'aient pas été particulièrement recherchées. Si les actionnaires touchèrent quelques dividendes, c'est à la garantie d'intérêts qu'ils le doivent.

Aussi se produit-il une baisse générale de tous ces titres. Cette baisse, à part une légère reprise en 1916, ne cessera de s'accroître jusqu'en 1918. Seules les actions du Nord et de l'Est marquent une avance assez notable pendant la dernière année du conflit; cette amélioration s'explique par le fait que les Compagnies sont entrées en possession de leur réseau et qu'on espère de larges indemnités pour réparer les pertes qu'elles ont subies du fait de la guerre.

Ainsi, l'avance réalisée par les actions de l'Est ramène à peu près ces titres au niveau de fin 1913; le Nord, par contre, n'en marquera pas moins, par rapport à cette époque, une chute de 415 francs.

Les valeurs des transports urbains subiront également le contre-coup des déficits répétés des Compagnies au cours des hostilités. Le ralentissement du trafic, la hausse du combustible, enfin la tendance des municipalités à accaparer ces exploitations expliquent cette situation fâcheuse.

Seules les actions de Compagnies de navigation réalisent

une hausse sensible, malgré les torpillages nombreux. La hausse du frêt, le renchérissement des navires, qui donnent une plus-value au matériel naval, expliquent suffisamment la bonne renommée dont jouirent alors ces titres auprès des capitalistes. La tonne de steamer neuf passe en quatre ans de 160 à 200 francs à 1.500 francs environ; dans le même temps, le coût du frêt était multiplié par vingt.

Valeurs à revenus variables ayant accusé une baisse pendant la guerre (Fin Décembre)

	1913	1914	1915	1916	1917	1918
Actions de chemins de fer.						
Lyon	1.284	1.130	975	1.015	901	924
Midi.	1.111	990	938	900	920	910
Est	914	800	735	745	755	905
Nord	1.705	1.400	1.160	1.275	1.160	1.290
Orléans	1.315	1.225	1.040	1.110	1.083	1.081
Transports urbains.						
Métropolitain	595	438	399	397	424,50	490
Nord-Sud	160	115	102	118	130	106
Tramways de Paris. .	283	200	169	150	150	105
— Bordeaux. . . .	238	211	205	195	187	173
— Rouen	664	635	572	572	520	530
Wagons-Lits.	420	398	270	279	229	320
Omnibus	605	400	404	390	410	470
Sociétés installées en territoires occupés ou sur la ligne de feu.						
Forges et Aciéries du Nord et de l'Est . .	2.050	1.924	1.498	1.350	1.240	1.501
Senelle-Maubeuge . .	1.069	937	937			960
Denain-Anzin	2.355	1.960	1.888	1.695	670	1.350
Michevilles	1.765	1.600	1.600	1.352	1.315	1.729
Longwy	1.460	1.401	1.295	910	900	1.300
Béthune.	6.200	5.680	5.680		5.185	5.855
Lens	1.497	1.020	885	1.029	980	1.052
Liévin 1/300.	142					108
Courrières.	4.900		1.715	2.020	2.370	2.145

La troisième catégorie de valeurs à revenus variables pour lesquelles la guerre fut fatale, sont celles dont les établissements émetteurs se trouvaient en territoire envahi. Ce fut le cas pour les charbonnages de Béthune et de Lens.

Par contre, les industries similaires, établies à l'intérieur, profitèrent du nouvel état de choses : les actions de Carmaux et de la Grand'Combe réaliseront une hausse sensible. Il en est de même pour les aciéries de la région de l'Est, qui se trouvaient pour la plupart sur la ligne de feu : entre 1913 et 1918, l'action Senelle-Maubeuge baisse de 1.069 à 960, après être tombée à 937; Denain-Azin passe de 2.355 en 1913 à 1.695 en 1916 et tombera à 670 en 1917.

Cependant, dès 1918, les titres des sociétés ayant souffert de la guerre, accusent des hausses vertigineuses; certaines actions même verront leurs cours dépasser ceux de 1913, tant est grande la confiance dans la restauration rapide des usines sinistrées.

D'autre part, quelques valeurs d'entreprises dont les usines mères restaient improductives conservèrent une excellente tenue; ces sociétés aménagèrent et firent rendre au maximum les établissements secondaires qu'elles possédaient à l'intérieur du pays. C'est ainsi que l'action Fives-Lille, après une dépréciation de plus de 400 francs en 1915 par rapport aux cours de 1913, avait repris sa valeur d'avant-guerre dès 1917 et passait de 944 à 1.280 de 1917 à 1918.

Et, bien entendu, ce furent les actions des sociétés de Métaux, de Chantiers navals, de Produits chimiques, dont l'allure fut la plus brillante. Déjà, avant la guerre, c'est dans ce groupe que l'on trouvait les titres les plus chers de la cote; notre pays était, avec les Etats-Unis, le plus riche en minerai de fer. Une dépréciation parfois fort nette traduira seulement le marasme général des affaires en 1915. De 1916 à 1917, l'action du Creusot monte de 260 francs; l'action Marine et Homécourt enregistre une plus-value de 900 francs, etc...

Certes, la position avantageuse de l'industrie rendait alors normale une hausse; de plus, l'augmentation du prix donnait aux usines une plus-value très réelle.

Mais il faut bien avouer que certaines de ces actions ont été poussées bien au-delà de leur valeur intrinsèque, se capitalisant à un taux très bas qui ne correspondait nullement au niveau du loyer de l'argent sur le marché.

Revenons, pour prendre un exemple, à l'action du Creusot. Cette valeur cotait avant la guerre 2.034 francs et servait à ses actionnaires un dividende de 83 francs.

Les bénéfices nets du Creusot passent de 7 millions en 1913 à 12 millions en 1917; pendant le même laps de temps, ce titre hausse de 600 francs, tandis que le dividende atteint péniblement 100 francs. L'intérêt que les actionnaires reçoivent

Valeurs à revenus variables ayant réalisé une hausse pendant la guerre

	1913	1914	1915	1916	1917	1918
Valeurs industrielles de Charbonnages, de Produits Chimiques et de Métaux.						
Creusot	2.034	1.900	1.820	2.380	2.651	2.470
Montataire.	1.552	1.480	1.480	1.620	2.290	2.275
Commentry-Fourchambault.	1.398	1.235	1.290	1.610	2.130	1.780
Montbard-Aulnoye.	248	195	250	410	505	472
Dietrich.	180	120	130	220	358	270
Hotchkiss.	154	187	423	491	772	339
Chantiers de la Loire.	1.732	1.525	1.430	1.750	2.174	1.973
— de la Gironde.	869	750	715	920	1.359	1.022
— de St-Nazaire.	780	695		720	1.194	900
— de France.	1.257	1.161	980	1.470	1.990	1.870
Loire	630	365	296	300	402	650
Carmaux	2.635	2.230	2.520	2.775	4.015	3.900
Saint-Gobain	5.945	5.760	4.600	5.656	7.795	7.350
Air liquide.	305	239	225	432	550	388
Dynamite Centrale.	742	740	715	805	812	750
Électrochimie (Sté d').	669	630	625	875	1.228	1.390
Valeurs de Banques.						
Banque de France.	4.655	4.625	4.290	5.035	5.220	5.255
Crédit Foncier.	880	695	620	700	665	800
Crédit Lyonnais	1.671	1.175	938	1.180	1.099	1.290
Société Générale	815	510	490	490	541	650
Banque de Paris et des Pays-Bas	1.660	1.120	850	1.042	1.060	1.355
Banque de l'Union Parisienne	1.030	658	665	639	640	890

vent en rémunération de leur capital est donc de 3,90 %. Si l'on se rappelle que l'intérêt couramment servi aux obliga-

taires, à cette époque, est de 6 %, il faut bien reconnaître la part de spéculation dans les mouvements des cours de ces titres.

En réalité, la parcimonie avec laquelle furent distribués les dividendes causa une grosse déception dans les milieux capitalistes; ainsi, sur 22 millions de bénéfices réalisés en 1917, les Etablissements Hotchkiss n'en affectent que huit aux dividendes.

L'importance de ce facteur est à retenir pour trouver la raison de la dépréciation de nombreuses valeurs industrielles en 1918.

Nous terminerons cette étude des variations de cours par l'examen de l'allure des actions de nos grands Etablissements de crédit et des banques en général, de 1914 à 1918.

La Banque de France a été la grande bénéficiaire de la situation; le taux élevé de son escompte et de ses avances aux particuliers et au Trésor lui ont permis de réaliser des profits très importants. Par contre, les lourdes charges qu'elle eut à supporter par suite de la redevance à l'Etat l'empêchèrent d'accroître sensiblement ses dividendes. Ces titres, inaccessibles à la spéculation, progressèrent pendant le conflit de 600 points.

Les actions de la Banque d'Algérie présentent une courbe à peu près semblable.

Mais, à part ces deux Etablissements privilégiés, les retraits des dépôts et l'inactivité des affaires ont classé pendant les premiers mois de guerre les valeurs de banques parmi celles à délaissier.

Aussi, de 1914 à 1915, constate-t-on un écart de 670 francs pour le Crédit Lyonnais, de 375 pour le Comptoir d'Escompte et de 332 pour la Compagnie Algérienne.

Et inversement le retour des dépôts dans les banques, les utilisations intéressantes des sommes qui leur ont été confiées rendront, après 1917, leur attrait à ces titres.

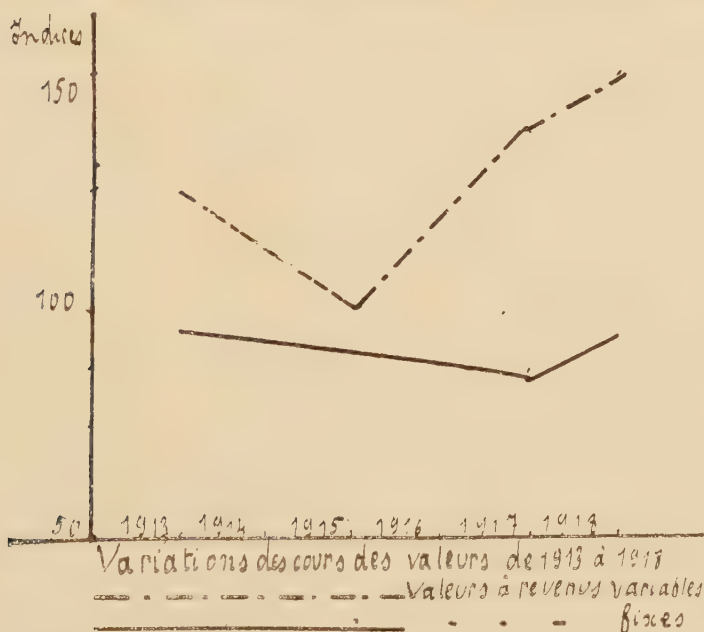
Plus encore que les valeurs des banques de crédit, les titres des banques d'affaires imprimeront à ces variations successives une amplitude plus considérable.

En somme, dans l'ensemble, en ce qui concerne les valeurs à revenus variables, on voit que le public a capitalisé à un taux très bas ces valeurs, les recherchant pour la plus-value qu'elles offraient.

Voici d'ailleurs, en attribuant le chiffre 100 à la valeur moyenne des titres à revenus variables pendant la période 1901-1910, le tableau des nombres-indices correspondant à la période 1913-1918 pour 190 valeurs réparties en 25 groupes (1). Nous indiquons les indices pour cinq des principaux groupes.

Années	Ensemble	Banques	Houillères du Nord	Forges et Acières	Matériel de construction	Navigation
1913	127	143	148	145	138	144
1914	118	131	127	131	136	129
1915	101	101	113	116	128	116
1916	114	106	114	132	131	156
1917	133	108	126	162	183	181
1918	144	113	121	165	222	186

Mouvement des cours de Valeurs de 1913 à 1918



(1) *Information Industrielle et Economique.*

DEUXIÈME PARTIE

Avant-propos sur l'Économie d'après-guerre

Les hostilités cessèrent en fait le matin du 11 novembre 1918; elles prirent fin en droit le 24 octobre 1919, date de la publication au *Journal officiel* de la loi du 23 octobre. L'importance de cette loi fut considérable. On passait du régime de guerre au régime de paix.

C'est dire qu'à dater de ce jour, les réglementations de guerre disparaissaient, et que le jeu normal des échanges reprenait son libre cours.

Mais les difficultés engendrées par la guerre n'ont pas pris fin avec elle, ainsi qu'il était aisé de le prévoir. Un pays ne subit pas un bouleversement aussi profond et aussi prolongé sans que des réactions violentes ne le viennent le tourmenter par la suite. On ne peut donc pas soutenir qu'il y ait eu une démarcation brusque et nette entre les deux phases.

En France, si ces diverses réactions ont été moins violentes que dans d'autres pays, c'est que l'évolution industrielle y est moins accusée qu'ailleurs. La forte population agricole de notre pays sera toujours un élément modérateur en temps de crise.

L'économie de guerre devait créer des forces dont l'action se fit sentir dans les transformations de l'économie d'après-guerre. La force de l'organisation capitaliste est sortie triomphante de l'épreuve; sa solide constitution lui a permis dans la suite, lors de la crise de 1920, de résister à la tourmente.

La perfection des modes d'organisation capitaliste apparut plus clairement encore à ce moment; lorsque la nécessité d'une entente de plus en plus étroite entre les entreprises devint inévitable. Les relations de l'industrie et de la finance apparurent plus intimes. Partout se développèrent les Cartels et les Syndicats d'entreprises. Des groupements financiers, disposant de capitaux puissants, lancèrent des entreprises de natures entièrement différentes.

Grâce à ce mouvement de concentration, une impulsion

centrale, étroitement répartie, va diriger l'économie, d'après un plan; au régime anarchique de la concurrence se substitue une organisation méthodique, toute faite de science et de raison.

L'Etat, par contre, est sorti diminué du conflit. Vivant d'emprunts au jour le jour, il ne put remplir son rôle que soutenu par la puissance financière et économique du capitalisme.

Les procédés de l'économie de guerre, les restrictions, les interdictions — que nous avons révélées en ce qui concerne le marché des capitaux — ont valu à l'Etat une grande impopularité. Les commerçants, les industriels, les financiers ont gardé le souvenir du temps qu'ils ont perdu dans les anti-chambres des Ministères ou des Préfectures, des gênes qu'ils ont souffertes lorsqu'il a fallu attendre des autorisations administratives et des permis d'importation qui n'étaient pas prêts en temps voulu.

Enfin, dans la plupart des services qu'il a exploités, l'Etat s'est montré prodigue et incapable. Signalons une autre transformation, engendrée par les hostilités dans nos méthodes et nos idées économiques : La guerre a remis en honneur, et dans tous les domaines, le problème de la production des richesses. L'abondance des produits et des capitaux, depuis la seconde moitié du dix-neuvième siècle, avait amené les hommes à se préoccuper beaucoup plus de l'équitable répartition des produits que de la quantité de biens à jeter sur les marchés. Après l'armistice, la doctrine des économistes classiques, qui s'intéresse à l'abondance de la production avant de parler partage, allait retrouver toute son autorité.

Ce désir de produire le maximum possible aida également au progrès du mouvement de concentration. Mais on pouvait craindre que la mainmise de quelques centaines de capitalistes sur les mouvements généraux de l'économie mondiale n'engendre une puissance d'oppression effroyable sur les consommateurs. L'intervention de l'Etat était donc nécessaire pour empêcher que les gros détenteurs de capitaux n'abusent d'une situation favorable. Pour parer à ce danger, l'Etat s'intéresse à la formation des Cartels et participe à leur gestion. A la fin de la guerre, M. Clémentel, Ministre du Commerce, avait envisagé la possibilité de poursuivre la politique des consortiums; son projet n'aboutit pas. Plus tard, M. Colrat, Ministre de la Justice, voulut développer l'institution de coalitions de producteurs, reconnues officiellement : la loi de 1921 sur l'aménagement du Rhône prévoit une ou plusieurs sociétés

concessionnaires dont le capital-actions sera fourni par les collectivités intéressées : Chambres de Commerce, Sociétés Industrielles, Compagnies de Chemins de fer (l'Etat intervient dans la gestion, mais, par contre, garantit l'intérêt et l'amortissement du capital).

Le projet de loi sur les mines de potasse d'Alsace prévoit la création d'une société nationale anonyme unique; le capital en serait souscrit par plusieurs groupes déterminés : industries chimiques, porteurs des anciennes parts minières, sinistrés l'Alsace, départements, communes...

La constitution d'une société pour la fabrication de l'ammoniaque synthétique est également prévue. Les deux cinquièmes du capital seraient souscrits par quatre groupes fixés limitativement : le groupe agricole, le groupe des Chambres de Commerce et des producteurs de produits chimiques, le groupe des syndicats ouvriers, enfin le groupe des souscripteurs privés, les trois autres cinquièmes étant fournis par l'Etat.

Nous avons insisté sur les transformations subies depuis la guerre par notre Economie Nationale, car le marché des capitaux devait se ressentir du nouvel état de choses et subir les transformations nécessaires pour y faire face.

Il se transformera également sous l'influence d'autres facteurs monétaires et économiques, qui ont agi dans des sens différents entre 1919 et 1924 : inflation, essor économique prodigieux, suivi brutalement d'un marasme complet, puis renouveau d'activité, mais avec plus de méthode.

Les variations du change, la dépréciation de notre monnaie, les mouvements des prix seront enfin la base de ces transformations.

Les transactions sur le marché des valeurs qui s'étaient ressenties de la paralysie des affaires consécutive à l'état de guerre, vont reprendre leur intensité ancienne dès le lendemain de l'armistice pour atteindre leur apogée en 1920. Nous en avons un indice dans le rendement des impôts sur les opérations de Bourse. Voici quel en a été le montant de 1913 à 1921 :

(En milliers de francs.)

1913	9.695	1918	2.492
1914	5.218	1919	7.146
1915	1.273	1920	24.492
1916	2.250	1921	19.425
1917	2.722		

Deux chiffres sautent aux yeux : d'abord la moins-value dans le produit de cet impôt entre 1913 et 1914 (et cependant l'année 1913 a été une année de dépression économique, de régression du volume des transactions en Bourse); puis on remarque le nouveau bond dans le rendement de cet impôt entre 1918 et les deux années suivantes. Le chiffre de 24.492.000 francs en 1920 est particulièrement impressionnant; il s'explique par la spéculation effrénée qui marqua les premiers mois de cette année; mais c'est aussi la conséquence de l'élévation du taux de l'impôt sur les opérations de Bourse, après la mise en application de la loi du 25 juin 1920.

La notable réduction du rendement de cet impôt, qui n'est plus que de 19.425.000 francs dès l'année suivante, est, par contre, le signal du retour à une situation normale.

Nous nous garderons d'oublier, en indiquant les événements ou les facteurs économiques qui ont influencé notre marché des capitaux, l'énorme source de richesses nouvelles qu'a été pour notre commerce, notre industrie et nos finances, le retour de l'Alsace-Lorraine à la France.

De par le Traité de Versailles, le sort de l'ancienne terre d'empire était définitivement réglé. D'après la partie III, section V : « Les Hautes Parties Contractantes ayant reconnu « l'obligation morale de réparer le tort fait par l'Allemagne « en 1871, tant au droit de la France qu'à la volonté des « populations de l'Alsace et de la Lorraine, séparées de leur « Patrie malgré la protestation solennelle de leurs repré- « sents à l'Assemblée de Bordeaux,

« Sont d'accord sur les articles suivants :

« ARTICLE 51. — Les territoires cédés à l'Allemagne en « vertu des préliminaires de paix, signés à Versailles le « 26 février 1871, et du Traité de Frankfort du 10 mai 1871, « sont réintégrés dans la souveraineté française à dater du « 11 novembre 1918.

« Les dispositions des traités portant délimitation de la « frontière avant 1871 seront remises en vigueur. »

La population alsacienne, laborieuse et économe, habitant un territoire sursaturé de richesses, allait puissamment contribuer, dès les années suivantes, à soutenir notre marché financier dans ses incessantes difficultés.

L'appauvrissement en énergie humaine que nous valait la perte de nos 1.500.000 morts était, matériellement parlant, compensé dans une notable proportion par l'effort persévé-

rant des 1.600.000 habitants (recensement du 6 mars 1921) de nos deux provinces recouvrées.

Des produits de toutes sortes, des matières premières en quantité considérable allaient être utilisées par le pays, sans avoir besoin d'exporter de capitaux à l'étranger. Qu'on se rende compte de la diminution du chiffre des disponibilités qu'auraient pu offrir sur le marché nos capitalistes s'ils avaient dû acheter en Angleterre ou à d'autres pays à change élevé les matières premières et les produits qui, sans barrières douanières et sans pertes de change, nous vinrent d'Alsace et de Lorraine.

La production métallurgique des provinces recouvrées, favorisée par la fécondité du sous-sol, a augmenté la nôtre très notablement. Pour la fonte, la puissance de la production nationale est passée de 520.000 tonnes en 1913 à 11 millions de tonnes en 1924 et, pour l'acier, de 4.800.000 tonnes à 10.400.000 tonnes.

D'après l'annuaire des sociétés par actions, en Alsace-Lorraine, Luxembourg et Sarre, la production de houille du bassin de la Moselle représente environ 1/8^e de l'extraction totale française. Puis ce sont, chaque année, environ 900.000 tonnes de sels de potasse que nous n'achetons pas au dehors. Les gisements pétrolifères fournissent plus de 60.000 tonnes par an.

Bien entendu, l'exploitation de ces richesses naturelles a nécessité la création d'entreprises importantes, sous la forme de sociétés par actions.

Au 31 décembre 1920, on en comptait 257 dont 82 grandes sociétés textiles, 15 d'alimentation, 23 d'ateliers de construction, 19 de broseries, 13 d'électricité et de gaz, 8 d'hôtellerie, 16 d'imprimerie et papeterie, 12 de matériel de construction, 15 de métallurgie, 17 de mines diverses et 13 de salines, soutes et produits chimiques.

N'oublions pas les actions des grandes banques alsaciennes, valeurs de premier plan par suite de l'activité de ces établissements dispensateurs de crédits. Le capital-actions des principales banques alsaciennes se chiffre de la façon suivante:

Comptoir d'Escompte de Mulhouse	45 millions.
Banque de Mulhouse	36 »
Banque d'Alsace et de Lorraine	30 »
Société Générale Alsacienne	25 »
Banques diverses	40 »

TOTAL..... 176 millions.

Les chiffres des dépôts dans ces banques atteignaient 900 millions de marks au moment de l'armistice et, bien entendu, tous ces capitaux sont venus garnir le marché français.

Enfin, le Traité de Paix nous a donné la propriété des mines de charbon situées dans le bassin de la Sarre; après l'armistice, 60 % du capital des usines de cette région devenait la propriété de Français.

Ce volume imposant de valeurs, auquel il faut ajouter les titres de la dette des départements et communes d'Alsace-Lorraine, fournit, chaque année, un rendement très appréciable de plus de 200 millions de francs, qui viennent s'ajouter au revenu du Portefeuille français et augmenter les disponibilités de l'épargne.

Il est enfin indispensable, pour se rendre compte de l'intensité de la demande de capitaux sur le marché financier depuis l'armistice, de montrer par quelques chiffres l'importance de notre œuvre de reconstruction et de notre activité économique générale pendant les six dernières années. M. E. Michel, dans sa communication faite en novembre dernier à la Société de statistique de Paris, a fait connaître les étapes de la reconstitution des mines : sur 200 puits détruits, 46 étaient en état au 1^{er} janvier 1921, 55 au 1^{er} janvier 1922, 62 au 1^{er} janvier 1924.

La remise en état des mines de charbon aura coûté près de 3 milliards et demi de francs; celle des mines de fer près de 200 millions.

En ce qui concerne l'industrie sidérurgique, les pertes s'élevaient approximativement à 3.200 millions de francs, dont 2 milliards 800 millions pour les hauts fourneaux, laminoirs, aciéries et forges; la reconstitution a été activement poussée : la production mensuelle de fonte était de 638.000 tonnes en 1924 contre 750.000 tonnes en 1913.

Dès 1920, les filatures de coton, très éprouvées pendant la guerre, avaient retrouvé les deux tiers de leur activité. Les installations nouvelles se sont améliorées, la fusion de certaines sociétés ayant permis de moderniser l'outillage reconstitué.

Pour l'ensemble de l'industrie française, la production nationale était tombée, en 1919-1920, aux deux tiers seulement de sa valeur dans la dernière année qui a précédé l'ouverture des hostilités. Or, si l'on prend pour base = 100, la production de l'industrie nationale en 1913, on remarque qu'elle atteint la valeur 115 en septembre 1924.

Indices annuels de la production en France 1913-1923
Base 1913 : 100

Industries	1913	1919	1920	1921	1922	1923	1924
Extractives	100	44	52	58	68	80	97
Textiles	100	59	65	52	84	82	87
Métallurgie	100	29	29	41	61	65	95
Industries mécani- ques.	100	57	64	59	80	90	130
Bâtiment	100	25	34	30	48	75	107
Cuir	100	118	106	60	98	115	119
Papier.	100	52	73	36	75	79	87
Caoutchouc	100	305	233	230	359	416	563
Constructions na- vales.	100	36	86	112	80	56	48
Indice général.	100	61	66	54	81	92	115

Soit 15 % de plus que la production de base.

L'effort économique et financier qu'a exigé la remise en état de nos régions dévastées apparaît encore grand, si l'on examine les variations de notre balance commerciale depuis la guerre, et cela en dépit des 500.000 ouvriers occupés à la restauration des régions dévastées et ne pouvant, par conséquent, pas produire pour l'exportation.

Nos exportations, qui étaient de 6.880 millions de francs en 1913, s'abaissent à 3.937 millions en 1915, remontent en 1916 et 1917, s'abaissent à nouveau à 4.722 millions en 1918. Depuis lors, par une ascension à peu près continue, elles se sont développées fortement.

Toutefois, la balance des importations et des exportations ne nous a été favorable qu'en 1924, année pendant laquelle la France a vendu pour 1.320 millions de francs de plus qu'elle n'a acheté.

Nous continuerons dans la seconde partie de cette étude à respecter l'ordre chronologique des faits. Les transformations de notre marché de capitaux ont suivi les transformations de notre activité économique.

Point d'effondrement financier comme en Allemagne, non plus que de révolution totale dans la marche des phénomènes économiques, tels que les prévoient nos économistes et nos

financiers d'avant-guerre. Mais bien plutôt une accélération des mouvements de hausse et de baisse dans le chiffre de la production, le volume des émissions, les cours des valeurs. Aux longues périodes de prospérité ou de dépression d'avant-guerre, se reproduisant à intervalles réguliers, ont succédé des intervalles plus brefs, mais pendant lesquels l'intensité des réactions a été décuplée.

Après dix ans de guerre et de troubles économiques, nous sommes arrivés à un état de stabilité qui laisse espérer le retour à des jours plus calmes. Nos éléments d'actif sont tels que personne ne peut avoir de doute sur la façon dont la France remplira ses engagements et surmontera les dernières difficultés.

CHAPITRE I

La Transformation du Marché des Capitaux

DANS LA PÉRIODE 1919-1920

a) - L'offre des Capitaux

La suppression de la réglementation du marché L'abondance des Epargnes

Peu de temps après l'armistice, M. André Liesse attirait l'attention des Pouvoirs publics sur l'importance qu'allait présenter pour l'avenir le volume des capitaux offerts sur le marché.

Il précisait que, pour rendre à notre pays sa prospérité d'antan, le Gouvernement devait prendre les mesures nécessaires, sinon à aider, du moins à ne pas entraver la formation de capitaux nouveaux, de richesses nouvelles.

Un interventionnisme moins rigoureux de l'Etat s'imposait. Il fallait rapidement envisager l'abolition d'un certain nombre de mesures d'exception, la dérégquisition rapide des réseaux de chemins de fer et des navires, la diminution du rôle de l'Etat producteur, la suppression des prohibitions d'importation, la liberté des transactions sur les divers marchés.

« En France, disait M. Liesse, nous avons à faire face à
« la reconstitution des régions dévastées; le système très défec-
« tueux auquel on s'est arrêté pour les indemnités à verser
« par l'Allemagne nous oblige à supporter cette charge.

« Les opérations d'appel au crédit public que devront
« effectuer les nations belligérantes d'Europe porteront sur
« des chiffres énormes. Or, le succès des emprunts est lié à
« la formation des capitaux. Les Gouvernements feront un
« appel vain et dangereux aux souscripteurs d'emprunts si
« l'on emploie la méthode allemande d'entasser le crédit sur
« le crédit... »

Et plus loin :

« Or, les capitaux se forment par la production de
« richesses nouvelles, qui seront arrachées à la consommation
« et affectées à la production économique industrielle ou à
« des emprunts d'Etat. »

Il fallait donc développer la production et ne pas décourager l'épargne qui fait de ces richesses nouvelles un capital disponible. Dès lors, l'obstacle à la formation des capitaux que constituait la restriction des importations s'imposait. Il était également nécessaire de favoriser les exportations de nos entreprises industrielles dans les pays où elles avaient des chances de donner des bénéfices importants.

Malheureusement, en 1919, les maladresses fiscales et principalement les projets d'impôts sur le capital, en faveur desquels les socialistes faisaient campagne, n'étaient pas faits pour développer le sens de l'épargne et le courage au travail.

Il eut été bien plus utile de favoriser l'accession à la propriété, car l'accession à la propriété implique l'épargne, et l'épargne suppose, à celui qui en est capable dans une condition de salarié, de l'ardeur au travail et du caractère pour prélever sur sa consommation courante les éléments de cette épargne.

La formation des capitaux a donc sa source dans un accroissement de production et dans l'affectation à la constitution d'un capital d'une partie épargnée des revenus.

En réalité, le retour à la vie normale ne s'est pas produit aussi rapidement qu'il eut été souhaitable. Pour nous en tenir uniquement au marché financier, nous pouvons en juger par les exemples suivants :

La loi du 3 avril 1918 sur l'exportation des capitaux et l'importation des titres et valeurs mobilières a été maintenue jusqu'au 31 décembre 1921, après avoir été prorogée à plusieurs reprises.

Par contre, l'article 33 de la loi du 31 décembre 1920 a modifié comme suit l'article premier de la loi du 31 mai 1916 :
« L'émission, l'exportation, la mise en vente, l'introduction
« sur le marché en France de titres de rente, emprunts et
« autres effets publics des Gouvernements étrangers, des
« corporations ou sociétés étrangères, sont interdites à partir
« de la promulgation de la présente loi et jusqu'à une date
« à fixer en Conseil des Ministres. »

En conséquence, la formalité de l'autorisation ministérielle n'était plus imposée aux sociétés françaises, à nos villes et à nos départements, lorsqu'elles désiraient émettre des titres sur le marché. Le Ministre ne pouvait plus soumettre des sociétés qui désiraient se constituer ou bien procéder à l'émission d'obligations ou à des augmentations de capital à l'obligation d'acquiescer de la rente comme condition essentielle de son autorisation d'émettre.

Par contre, il faudra attendre encore longtemps pour voir le retour à la liberté du marché des rentes. Au cours de la guerre, en effet, en raison de l'incertitude du marché et des emprunts annuels de la Défense Nationale, le Gouvernement, pour éviter la baisse de nos fonds d'Etat, fixa un cours minimum de vente pour chaque catégorie de rentes inscrites à la cote officielle des agents de change.

Cette mesure, qui s'expliquait alors, devait rester en vigueur jusqu'en 1922; or, à cette époque, elle ne répondait plus à son objet primitif.

L'offre de capitaux liquides sur notre marché s'en ressentit gravement, car ce déséquilibre du marché de nos rentes eut pour conséquence d'immobiliser plus de 100 milliards de francs, en capital nominal, de rentes françaises.

Les détenteurs de ces titres ne pouvaient les utiliser qu'avec de grandes difficultés et en subissant une forte dépréciation par rapport aux cours officiels.

On comprend leur hésitation à se débarrasser de leurs titres d'emprunts; et cependant, en toute équité, les sociétés et les particuliers qui, au cours de la guerre, par patriotisme ou par simple intérêt bien compris, ont souscrit aux emprunts de la Défense Nationale, pouvaient espérer, en répondant aux appels de l'Etat, se constituer des réserves pour la reprise de notre activité économique.

D'ailleurs, la baisse momentanée qu'aurait amené le passage rapide au régime de liberté du marché de nos rentes, aurait été tempérée par le fait que les capitalistes étrangers n'auraient pas demandé mieux que de jouer à la hausse de nos titres de rente le jour où ils auraient eu la certitude de pouvoir les vendre à leur cours normal, si le besoin s'en faisait sentir.

Enfin, les mesures de surveillance du marché des capitaux, — principalement celles relatives aux restrictions sur la circulation des titres, — devaient rester en vigueur longtemps encore après l'armistice. Ce ne fut qu'au début de juillet 1919

que la Commission du Budget adopta une proposition de résolution de M. de Monzie, invitant le Gouvernement à prendre toutes mesures utiles en vue d'une réouverture aussi prochaine que possible du marché à terme.

La cessation de la réglementation de guerre du marché commença en fait avec l'importante circulaire du 22 août 1919 complétée par celle du 4 septembre : « A partir du 25 août, « les ventes de titres sur le marché de Paris seront autorisées « pour tous les donneurs d'ordre habitant ou non la France, « à l'exception des personnes de nationalité allemande, sous « la condition formelle que les vendeurs se conformeront aux « prescriptions de la loi du 3 avril 1918. En ce qui concerne « spécialement les opérations pour le compte de personnes « n'habitant pas la France, les capitaux provenant de ventes « de titres ne pourront être exportés quant à présent, mais « devront être employés à l'achat de rentes françaises. »

Cette dernière disposition allait elle-même être abrogée par une circulaire du Ministre des Finances du 15 janvier 1920, ainsi qu'il suit :

« En septembre 1919, il a été stipulé que les personnes « domiciliées hors de France ne pourraient vendre leurs « titres que sous la condition formelle d'employer obligatoi- « rement les capitaux provenant desdites ventes à l'achat de « rentes françaises. Le remploi dont il s'agit pourra désormais « s'effectuer, non seulement en rentes françaises, mais aussi « en valeurs cotées à Paris. »

Ainsi, par ricochet, les sommes mises à la disposition de notre industrie se trouvaient augmentées dans des proportions notables.

Mais ce n'est pas tout. Le montant des capitaux liquides allait s'accroître du fait de la cessation du moratorium des opérations de Bourse; il faudra cependant attendre le décret du 3 février 1920 pour voir la fin des mesures moratoires prises par le décret du 15 septembre 1915. Et encore ce décret, qui ne devait entrer en vigueur qu'à partir du 1^{er} avril suivant, ne s'appliquait-il pas aux débiteurs présents sous les drapeaux pendant la période des hostilités ou qui habitaient des portions du territoire envahi ou dévasté par la guerre.

Un autre décret, de la même date, venait abroger, à partir du 1^{er} avril 1920, les divers décrets édictés pendant la guerre, qui accordaient aux sociétés régies par les lois françaises, aux départements, aux communes et aux établissements publics, des délais pour le remboursement des obligations, la déli-

vance des lots, l'amortissement des actions, le paiement des coupons, dividendes et intérêts venus à échéance, jusqu'au 31 mars 1920.

La disparition à intervalles échelonnés des divers autres moratoires allait enfin permettre à l'épargne de disposer d'une partie de ses ressources normales.

Nous disons d'une partie, car, longtemps encore après l'armistice, l'épargne ne put jouir, loin de là, des sommes qui étaient à sa disposition avant la guerre; à partir du second semestre de 1918, l'Etat n'assura plus le service de la dette russe : malgré les protestations des détenteurs de fonds russes, l'Etat français soutint que, ni sur le libellé des titres, ni sur les prospectus d'émission, il n'avait pris l'engagement de se substituer à l'Etat russe en cas de défaillance de ce dernier. De ce fait, les coupons russes restèrent impayés en 1919 et pendant les années suivantes. Bien plus, les porteurs de ces titres ne purent les réaliser en aucune manière, car les fonds russes ne furent pas admis à la libération des emprunts nationaux 5 et 6 % 1920.

De même, les épargnants français ont dû attendre longtemps avant de toucher les coupons des valeurs émises par les pays ex-enemis. D'une manière générale, ni en 1919, ni en 1920, l'épargne française ne s'accrut du revenu de ces titres.

Par contre, la diminution de revenus qui avait résulté, pendant la guerre, du blocage, du vol ou de la perte de titres situés en territoires occupés, se trouva enrayée par les nombreuses mesures prises depuis l'armistice pour faire recouvrer cette masse de titres et payer les coupons arriérés.

Il en résulta une augmentation appréciable des disponibilités destinées à venir en aide à l'Etat et à l'industrie.

La restitution des valeurs mobilières volées par les Allemands fut, en effet, exigée dans les conditions de l'armistice; quelques semaines plus tard, huit milliards de valeurs étaient déjà rentrées.

Pour assurer le paiement des coupons aux propriétaires ainsi dépossédés, la loi du 4 avril 1915 fut prorogée jusqu'au 30 juin 1920 : cette loi modifiait les formalités exigées par les lois de 1872 et de 1902 pour la protection des porteurs de titres perdus, volés ou détruits; en conséquence, le porteur déposé pouvait, après justification de son titre de propriété, toucher les dividendes et intérêts qui lui étaient dus, lorsque trois mois se seraient écoulés depuis l'échéance de chaque coupon et si, pendant ce délai, personne ne s'était présenté comme propriétaire de ces titres ou coupons.

Mais si la loi de 1915 s'appliquait aux valeurs françaises et aux coupons des titres français et étrangers dont le service devait être effectué par des établissements en France, il n'en était pas de même pour les paiements de coupons et les remboursements de capital dus par les débiteurs étrangers.

Dans un but de défense des intérêts des porteurs de ces titres, la loi du 17 avril 1919 sur la réparation des dommages causés par les faits de guerre permit à l'Etat de se substituer à ceux-ci pour défendre leurs droits auprès des Etats étrangers.

De leur côté, nombre de ces Etats modifièrent leur législation pour s'adapter à la situation nouvelle créée par la guerre : le Vénézuéla, l'Egypte, la Suisse, la République Argentine et l'Espagne décidèrent de ne pas opposer la prescription aux porteurs français de titres, placés, par les circonstances de la guerre, dans l'impossibilité de présenter leurs coupons en temps opportun.

Ces données sont importantes pour expliquer l'abondance des capitaux offerts sur le marché pendant la période que nous considérons : soit plus de 35 milliards pour 1919 et près de 46 milliards en 1920.

Bien entendu, l'accroissement de revenus que nous venons d'examiner n'eut pas été suffisant pour combler le trou de 11 milliards qui se remarque entre le montant des sommes offertes sur le marché entre la dernière année de guerre et la première année de paix.

La diminution de la thésaurisation a largement contribué à accroître nos disponibilités. La victoire une fois assurée, les campagnards, en particulier, n'hésitèrent pas à jeter dans la circulation les milliards de francs qu'ils avaient amassés.

Il en résulta une dépréciation sensible de notre monnaie, qui fut encore aggravée par les nombreux billets que la Banque de France dut émettre pour faire face à l'augmentation du volume des affaires. Le montant des billets en circulation, qui était de 30 milliards en décembre 1918, s'élevait un an plus tard à 34 milliards 440 millions pour atteindre en décembre 1920 le chiffre de 37 milliards 902 millions.

On ne saurait donc comparer les chiffres d'avant-guerre et ceux de la période qui suivit l'armistice, soit que l'on examine l'importance des dépôts ou celle des émissions.

Il n'en est pas moins vrai que l'épargne s'accrut considérablement en 1919 et en 1920.

L'excédent des dépôts sur les retraits était, en 1919, de 929 millions de francs pour les Caisses d'épargne ordinaires et de 416 millions pour la Caisse Nationale d'épargne; en 1920,

ces chiffres étaient respectivement de 581 millions et de 197 millions.

L'augmentation des dépôts dans les Banques n'est pas moins sensible : de 7 milliards 562 millions au 31 décembre 1918, les dépôts ont atteint 14.124 millions au 31 décembre 1919, en augmentation de 87 %. Un an plus tard, on constatait une nouvelle augmentation des dépôts de 12 %.

Ce phénomène n'a rien que de très naturel; il n'est pas particulier à la période que nous envisageons actuellement. On a souvent constaté que, dans les périodes de hausse *rapide* des prix, se produit un gonflement du chiffre des dépôts, et principalement dans les Caisses d'épargne. C'est que, devant le nouvel état de choses, les salaires se sont élevés dans des proportions considérables, parfois supérieurs au coût de l'existence courante. Très souvent, en effet, ce sont parmi les objets, sinon le luxe, du moins pas absolument indispensables à la vie que se produisent les plus grandes élévations de prix. En prévision d'une nouvelle hausse et pour ne pas avoir à reviser constamment le taux des salaires, les employeurs n'hésitent pas à offrir à leurs ouvriers et employés des augmentations très larges. Grâce à l'excédent de ces nouvelles ressources sur les dépenses nécessaires pour mener le même train de vie qu'avant la hausse, les salariés peuvent mettre de côté des sommes de plus en plus importantes.

Si, au contraire, l'augmentation du coût de la vie se produit par échelons insensibles mais réguliers, les employeurs ne songent pas à une revision de traitements; les employés n'osent pas la demander. Par suite, c'est une partie des sommes que ces derniers mettaient de côté chaque année qui passe à la consommation. Le chiffre des dépôts diminue.

Une autre raison explique l'intensité de la puissance d'épargne dans les deux premières années d'après-guerre; ce sont les fortes sommes allouées par l'Etat aux démobilisés, tant au titre des primes de démobilisation qu'au paiement de leurs carnets de pécule. Ceux que ne dévora pas la fièvre de jouissance et la folie des dépenses purent ainsi réaliser de sérieuses économies.

Enfin, les innombrables ouvriers employés dans les régions dévastées étaient payés fort cher et ne trouvaient pas sur place le moyen de dépenser. Ils étaient donc forcés de mettre de côté l'argent dont ils disposaient.

Les mêmes raisons expliquent l'extrême diffusion de la fortune privée à partir de 1919. Ce phénomène agira puis-

samment sur les transformations du marché des capitaux : à la suite de la grande crise de 1920, l'épargne, disséminée entre les mains de nombreux petits capitalistes, sera plus sensible à la baisse de nos valeurs à revenus variables que si elle eut été concentrée entre les mains de quelques puissants individus; elle délaissera alors subitement et très nettement, ainsi qu nous le verrons, les valeurs à revenus variables pour venir se mettre à la disposition et sous la protection de l'Etat.

Quelques mesures furent adoptées dans le but de favoriser le développement de l'épargne : ainsi, la loi du 18 octobre 1919 modifia la législation des Caisses d'épargne, en élevant de 3.000 à 5.000 francs le maximum des livrets des déposants; or, pour ne parler que de la Caisse d'Epargne et de Prévoyance de Paris, en 1919, le nombre des livrets nouveaux ouverts au cours de l'année a augmenté de 13.590, passant de 15.625 à 29.125.

La diffusion des fortunes est rendue plus frappante encore par l'exemple suivant, qui intéresse directement le marché des capitaux.

La répartition des actions essentiellement nominatives de la Banque de France, en 1913 et 1921, indiquée dans le tableau suivant, montre l'augmentation du nombre de capitalistes possédant de une à dix actions et la diminution des propriétaires de plus de dix actions. L'augmentation du nombre des actionnaires possédant entre cinquante et cent actions ne fait que révéler les fortunes accumulées par des gros industriels.

		24 Déc. 1913	24 Déc. 1921	Différence
Actionnaires possédant	1 action	11.163	11.952	— 789
"	2 actions	6.789	7.398	— 600
"	3 à 5 "	7.385	7.509	— 124
"	6 à 10 "	3.660	3.821	— 161
"	11 à 20 "	1.760	1.739	— 21
"	21 à 30 "	703	633	— 70
"	31 à 50 "	426	376	— 50
"	51 à 100 "	234	254	— 20
"	au-dessus de 100 "	122	99	— 23
		32.251 (1)	33.781 (2)	— 1.530

(1) Compte rendu à l'assemblée générale des actionnaires de la Banque de France en 1913.

(2) Compte rendu à l'assemblée générale des actionnaires de la Banque de France en 1921.

La même constatation peut être faite si l'on examine le nombre des porteurs de titres de différentes sociétés, en particulier les actions des Compagnies de chemins de fer.

Le développement de l'épargne a donc été considérable en 1919 et 1920. Il aurait cependant pu être beaucoup plus important si les détenteurs de capitaux ne les avaient pas souvent gaspillés en consommations néfastes. Les mêmes erreurs politiques et économiques que celles de la Révolution ont abouti aux mêmes désordres.

Une crise morale redoutable a jeté le trouble dans les consciences au lendemain de la guerre; il faut en accuser la surabondance factice des instruments d'achat n'ayant ni cause commerciale, ni amortissement régulier automatiquement opéré.

Dans un article intitulé la « Leçon des faits », et paru dans le *Temps* du 23 janvier 1920, M. Paul Delombre citait les paroles du conventionnel Saint-Just, paroles à nouveau vérifiées par les faits :

« Quoi ! Lorsque douze cent mille citoyens ont versé leur sang dans une guerre terrible, le Trésor public, par une masse énorme de monnaies nouvelles, nourrirait des dérégléments et des passions, sans que personne retranchât de son avarice et de sa cruauté. »

« La liberté de ce discours attestera un jour la probité de ceux devant lesquels on peut s'exprimer ainsi. Mais on a trop longtemps fermé les yeux sur le désordre des finances qui entraîne celui des mœurs. »

Ainsi se dispersèrent de nombreux capitaux qui auraient pu devenir bien précieux pour aider à nos efforts de redressements économiques et financier.

b) La demande de capitaux

Nouvelle augmentation de la demande sur le marché

**Importance des émissions de l'Etat
et du Crédit National**

Comme il fallait s'y attendre, la demande de capitaux fut considérable pendant les deux premières années d'après-guerre, tant de la part de l'Etat que de la part des particuliers.

Le 31 décembre 1918, après cinquante-deux mois d'une lutte victorieuse, notre dette intérieure totale atteignait 103.900

millions de francs-papiers, dont environ 31 % pour la dette flottante et 69 % pour la dette perpétuelle et à terme. En outre, apparaissait pour la première fois une dette extérieure : dette politique, comprenant les sommes réclamées par les Alliés pour rémunérer l'appui économique prêté à l'effort militaire de la France (avances autorisées par les lois américaines de 1917 et 1918, engagements envers l'Angleterre ayant pris naissance avant le 15 mars 1919); dette commerciale provenant des crédits en banque ouverts en divers pays, emprunts des villes, emprunts d'Etat aux Etats-Unis, au Japon, etc...

La guerre terminée, le Traité de Versailles n'impose à l'Allemagne aucune indemnité. Le pays envahisseur et vaincu est tenu seulement de réparer les dommages faits aux personnes et aux biens. Mais, en attendant que l'Allemagne paie, il fallait bien fournir à l'Etat les ressources nécessaires à la reconstitution des régions dévastées et au paiement des pensions aux mutilés, aux veuves et aux orphelins de guerre.

La France seule, sans le secours des autres pays, supplée depuis cinq ans à l'Allemagne, de mauvaise foi, défaillante. D'après la Conférence faite par M. François Marsal, ancien Ministre des Finances, le 4 décembre 1924, devant le groupe de l'Union Républicaine du Sénat : pour les seules réparations, la France a payé les sommes suivantes, de 1919 au 31 décembre 1924 :

	En francs-papier.
Dommages aux personnes	36 milliards.
Dommages aux biens :	
a) Propriétés privées	61 »
b) Domaines de l'Etat	13 »
TOTAL	110 milliards.
Intérêt des sommes empruntées	19 »
TOTAL GÉNÉRAL	129 milliards.

A ces dépenses, il faut ajouter la liquidation des comptes spéciaux de la guerre. Doit-on, dès lors, s'étonner si les ressources ordinaires de la Trésorerie, impôts et monopoles, ont été insuffisantes pour couvrir ces dépenses exceptionnelles et si l'Etat fut obligé d'avoir recours à l'emprunt.

Ce n'étaient d'ailleurs pas les seules dépenses pour lesquelles l'Etat dut faire appel au marché des capitaux; si l'on

met de côté les dépenses recouvrables et les comptes spéciaux, soit 19.900 millions pour 1919 et 27.400 millions pour 1920, les dépenses ordinaires du budget se sont élevées à 35.300 millions pour 1919 et 29 milliards 700 millions pour 1920 se répartissant comme suit (en millions de francs) :

Charges militaires		Dette publique	Services civils	Total
1919	18.200	7.900	10.200	35 300
1920	7.600	11.700	11.400	29.700

Les dépenses ordinaires sont donc restées excessivement élevées dans la période que nous envisageons actuellement; leur répartition seule a changé depuis la guerre. Alors que, de 1914 à 1918, les charges militaires forment 68 % des dépenses totales, la dette publique 11 %, les services civils 10 % et les dépenses recouvrables 9 % seulement, dans la période qui suit l'armistice, ce sont les dépenses recouvrables qui constituent la plus forte partie des dépenses totales 40 %; les dépenses militaires n'en forment plus que 16 %, tandis que la part relative des dépenses pour les services civils et la dette publique s'élève respectivement à 17 et 22 %.

Le rendement des impôts fut de 11 milliards 600 millions en 1919 et de 20 milliards 100 millions en 1920. On voit l'énorme déficit qui restait à combler par la voie de l'emprunt pour équilibrer notre budget des dépenses ordinaires.

Malgré ces charges accablantes, et contrairement à ce qui se passa pendant la guerre, l'Etat ne fit pas, en 1919, appel au marché des capitaux pour un emprunt à long terme. Mieux valait attendre, pour solliciter l'épargne, que la paix fut signée, les modalités de reconstitution de nos régions dévastées réglées, la démobilisation terminée, les élections passées.

**Total des émissions réalisées sur le marché français en
1919-1920 par voie d'appel au public.**

(en milliers de francs)

1919	1920
35.048.591.000	45.906.470.000

Emissions de titres à revenus fixes (valeurs du trésor, titres garantis et titres des Compagnies de chemins de fer).		
(en milliers de francs)		
Rentes (1).	—	18.033.643
B.D.N. (2)	23.805.331	13.987.500
Obligations de la Défense Nationale . . .	487.656	496.888
Emprunts des départements et des villes.	1.500.000	230.000
Crédit National	4.000.000	4.000.000
Chemins de fer de l'Etat.	750.000	
Chemins de fer français (3)	1.396.800	
Total	31.939.786	37.959.334

Et cependant, la nécessité d'un grand emprunt de consolidation était signalée, dès le 16 juillet 1919, par M. de Monzie à la tribune du Sénat : « du 1^{er} janvier 1920, disait-il, nous
« nous trouverons dans une situation alarmante avec 45 mil-
« liards de dette flottante et un découvert de 29 milliards à
« la Banque de France. Tout retard à l'emprunt nous est
« défavorable. »

Le Gouvernement craignit que l'incertitude de l'avenir ne compromit le succès d'une émission de longue durée. Les lourdes charges qu'imposaient à l'Etat la démobilisation et nos expéditions en Syrie et au Maroc le contraignaient cependant à faire appel au marché des capitaux. Il offrit donc au public des valeurs à court terme.

Deux séries d'obligations de la Défense Nationale furent émises en 1919. Le Ministre des Finances était resté sur la pénible impression du peu de faveur accordée à ces titres par les épargnants, au cours de la guerre. Il crut nécessaire de leur conférer, pour les rendre désirables, — à défaut d'un taux d'intérêt trop élevé qui eut forcé l'Etat à adopter un taux exagéré pour les grands emprunts en projet, — quelques avantages qui puissent leur donner l'attrait du nouveau.

Et, de fait, le décret du 14 mai 1919 autorisa l'émission d'obligations sexennales et décennales, dans les conditions suivantes :

« ARTICLE PREMIER. — Il sera émis par les soins du

(1) Versements en numéraire seulement.

(2) Produit net. Renouvellements et remboursements exclus.

(3) Non compris les émissions d'obligations à l'étranger.

« Ministre des Finances, des obligations de la Défense Nationale à l'échéance du 16 mai 1929, productives d'un intérêt de 5 % calculé sur le capital nominal et payables par portions égales et d'avance les 16 mai et 19 novembre de chaque année.

« ART. 2. — Lesdites obligations sont émises au prix de 95 fr. 50 remboursables au pair, soit à l'échéance, soit à la volonté du Trésor, à partir du 16 mai 1924. »

Ces obligations présentaient quelques différences avec les obligations décennales émises en 1915 : la somme à ajouter au prix de 96 fr. 50 pour 100 à titre de portion acquise de la prime de remboursement, au lieu d'être fixée pour chaque trimestre et de rester immuable pendant tout le cours du semestre, varie par quinzaine.

En outre, elles sont émises avec valeur du premier jour de la quinzaine pendant laquelle s'effectue la souscription, au lieu de l'être avec valeur du premier jour de la quinzaine suivante.

Légères différences évidemment, auxquelles correspondit la froideur du public, aussi prononcée qu'en 1916, malgré les privilèges accordés à ces titres : exemption d'impôts, possibilité d'échange contre des titres d'emprunts de l'Etat émis avant le 13 janvier 1922, etc...

Le délaissement des obligations décennales par le public devait d'ailleurs être consommé par les obligations sexennales qui, sans créer nul engouement parmi les épargnants, furent cependant un peu plus recherchées. Le décret du 14 mai 1919 s'exprime ainsi à leur sujet :

« ART. 3. — Il sera émis des obligations de la Défense Nationale à six ans, productives d'un intérêt de 5 % l'an, payable semestriellement et d'avance. Le remboursement aura lieu à l'échéance; toutefois, le porteur aura la faculté de se faire rembourser au pair à la fin du troisième trimestre. Il pourra également, à toute échéance ultérieure du coupon, réclamer le remboursement qui sera opéré respectivement à 100,60 pour 100, 101,20 pour 100, 101,80 pour 100 et 102,40 pour 100, suivant qu'il se sera écoulé deux, trois, quatre ou cinq années entières depuis la date de valeur de l'obligation. »

Ces deux éléments, intérêt et prime, étaient à considérer, car, chaque année, il en était émis 4 séries correspondant

au trimestre pendant lequel elles étaient souscrites (chaque série étant remboursable à l'expiration d'un délai de six ans à compter du premier jour du trimestre d'émission).

Il était donc plus avantageux de souscrire aux obligations sexennales qu'aux obligations décennales de 1919, car plus on s'approchera de la date d'échéance, soit le 16 mai 1929, plus le bénéfice du porteur diminuera, car, au prix de base de 96 fr. 50, s'ajoutera une portion de prime acquise augmentant chaque quinzaine.

Il est certain que ces valeurs à court terme auraient présenté plus d'attrait en 1919 si elles avaient joui de l'inscription à la cote officielle. Pour cela, il eut fallu que ces émissions d'obligations eussent lieu à des intervalles plus ou moins espacés et cessent d'être permanentes.

Cette remarque explique en partie pourquoi les capitalistes réservèrent tant de faveur à une autre catégorie de titres, également garantis par l'Etat et ne portant pas un intérêt plus élevé; nous voulons parler des obligations du Crédit National.

Cependant, cette explication à elle seule ne suffirait pas à motiver un semblable revirement dans les tendances des épargnants.

Il en est une autre que nous allons dégager. Nous n'insisterons pas sur l'origine et le but du Crédit National, société anonyme d'une durée de 99 ans dont le capital, se montant à 100 millions de francs, a été souscrit, partie par des banques, partie par des entreprises industrielles et commerciales. Son but principal a été de faciliter la réparation des dommages de guerre, soit en versant aux sinistrés, dans la limite des ressources réalisées, les indemnités payables en espèces, soit en consentant des avances complémentaires d'une durée maxima de 25 ans prévues à l'article 5 de la loi du 26 avril 1919.

De son côté, suivant la Convention du 7 juillet 1919, l'Etat a accordé sa garantie aux obligations émises en vue de permettre au Crédit National d'accomplir son œuvre.

Deux émissions d'obligations furent, en effet, lancées par cet établissement pendant la période 1919-1920.

Le placement total pour chacune d'elles était assuré dès avant l'ouverture des guichets, et cependant l'emprunteur demandait de grosses sommes :

Une première émission de 4 milliards de francs, répartis en 8 millions d'obligations à lots de 500 francs, eut lieu du 12 au 23 décembre 1919. Ces valeurs étaient du type 5 %, amortissables en 75 ans au maximum; elles étaient émises à 495 francs.

Les lots, au nombre de 68, étaient répartis en quatre tirages annuels; ils portaient sur un total de 10 millions de francs; quatre obligations étaient chaque année remboursées à un million.

Un second emprunt de 4 milliards de francs, répartis en 8 millions d'obligations, fut émis du 31 mai au 26 juin 1920; du type 5 %, comme le précédent; émises à 485 francs, les nouvelles obligations étaient amortissables en 75 ans par tirage au sort, soit au pair de 500 francs au lieu de 600 les premières, soit par l'attribution, chaque année, de 104 lots portant sur un total de 20 millions de francs et répartis en huit tirages.

Comme les obligations de la Défense Nationale, les titres émis par le Crédit National jouissaient de l'exemption fiscale.

On peut donc dire que, compte tenu de l'avantage qui résulte de l'admission à la cote officielle de la Bourse, l'attribution des primes et des lots surtout a été à la base du succès de ces émissions. De fait, les dates de tirage pour les obligations 1919 et 1920 ne coïncidant pas, un porteur de ces deux séries de valeurs courait le risque de gagner un lot d'un million tous les mois.

Pourquoi alors l'Etat n'a-t-il pas employé le même système pour assurer le succès de ses obligations, ainsi que l'ont fait remarquer nombre de journaux anglais ?

Pourquoi surtout cette politique fiscale, tracassière et indécise à l'égard des valeurs à lots, dans les années suivantes? La thèse du fisc était la suivante : un lot est un avantage supplémentaire stipulé accessoirement et destiné à échoir, non pas à toutes les obligations, mais à celles dont le tirage au sort déterminera le numéro. Cet avantage exceptionnel est constitué à l'aide d'une diminution du taux de l'intérêt servi aux créanciers.

Donc les valeurs à lots doivent être assujetties à l'impôt global sur le revenu, puisqu'il représente une accumulation d'intérêts réservés : le Conseil d'Etat, après de longs débats, repoussa avec force cette manière de voir, estimant que les lots sont des capitaux mobiliers.

L'adoption de la thèse du fisc eut affecté la situation sur le marché en Bourse des valeurs à primes ou à lots précédemment émises, telles que celles du Crédit Foncier et de la Ville de Paris, etc...; les possibilités d'émissions de ces valeurs dans l'avenir eussent été rendues bien difficiles.

Si, par exemple, l'établissement emprunteur ne prend pas à sa charge l'impôt cédulaire de 20 % sur les lots (loi du

25 juin 1920), un lot de un million, déjà réduit à 800.000 francs par l'impôt cédulaire, se trouverait encore amputé de 296.000 francs, montant de l'impôt sur le revenu, c'est-à-dire sur ces 800.000 francs restant.

On comprend dès lors que les épargnants eussent accepté difficilement de recevoir un intérêt réduit pour remettre la moitié de leur lot entre les mains de l'Etat le jour d'un tirage heureux.

.....

La politique d'émissions continues de valeurs à court terme ne devait avoir qu'un temps. L'année 1920 présente en effet un aspect tout différent de la précédente en ce qui concerne les émissions d'Etat. Le Gouvernement renonce à lancer dans le public des valeurs à court terme. Le désir de consolider une dette flottante, toujours croissante, le conduisit à émettre coup sur coup deux grands emprunts : le premier en rentes amortissables, l'autre en rentes perpétuelles. Tous deux d'ailleurs reçurent un chaleureux accueil de la part des épargnants.

L'emprunt 5 % amortissable fut émis entre le 9 février et le 20 mars 1920; il suivait donc de près la grande émission d'obligations du Crédit National. De plus, le lancement de ces nouvelles rentes ayant lieu au moment où les industriels et les commerçants réclamaient avec plus d'avidité des capitaux nouveaux, il était nécessaire de leur accorder des avantages exceptionnels.

L'amortissement, qui n'avait pas été usité pour les emprunts de guerre, constituait par lui-même un attrait.

Par ailleurs, ces rentes rapportaient un intérêt réel de 5 fr. 60 %; pour cent francs, en effet, on obtenait un titre de rente de 5 francs remboursable à 150 francs par voie de tirage au sort, dans un délai n'excédant pas soixante années. Des facilités de libération étaient accordées.

Il faut ajouter que, si le rendement moyen était de 5,60 %, il ressortait à 8,15 %, 27 % et 55 %, si le remboursement avait lieu dix ans, deux ans ou un an après la souscription.

Le total des souscriptions s'éleva à 15 milliards 730 millions de francs dont environ 6 milliards furent souscrits en numéraire, le reste comprenant des coupons de rente française, des obligations et des bons de la Défense Nationale.

Sur ce total, l'appoint apporté par l'étranger avait été

de 274 millions, tandis que nos colonies nous offraient 84 millions.

C'est donc bien l'épargne française proprement dite qui avait répondu à l'appel du Gouvernement.

Quelques mois après, une nouvelle émission de rentes 6 % perpétuelles allait avoir plus de succès encore; à ce moment, il est vrai, la crise des affaires était commencée et avait détourné les capitalistes des valeurs des sociétés privées. L'emprunt 6 % fut émis à 100 francs, le remboursement pouvant avoir lieu en totalité ou par série à partir du 1^{er} janvier 1943.

La souscription atteignit le chiffre de 27 milliards 888.417.300 francs, répartis ainsi qu'il suit :

Versements en numéraire	10.998.236.097
Versements en B.D.N. et obligations de la Défense Nationale	4.184.402.922
Versements en nature	12.741.774.281
TOTAL	27.888.417.300

Nous avons maintenant achevé d'examiner les différents emprunts à long terme lancés par l'Etat depuis le début de la guerre. Nous pouvons donc nous rendre compte de l'importante transformation que ces émissions consécutives ont fait subir à notre marché des capitaux :

Remarquons tout d'abord que la guerre a considérablement renforcé la situation prépondérante de la rente sur le marché français. Déjà, auparavant, la tenue de la rente avait sur l'ensemble de notre marché financier une grosse influence. Le crédit de diverses sociétés particulières dépendait en effet du crédit de l'Etat. Mais la situation prépondérante de la rente était due en particulier à ce qu'elle représentait le cinquième environ du montant total des valeurs cotées sur le marché de Paris. Or, dès 1919, notre rente ne représente plus seulement le cinquième des valeurs admises à la cote, elle en représente plus de la moitié. Son influence s'en est accrue d'autant.

Mais les emprunts de toutes sortes que fit l'Etat depuis 1914, aggravés par la dépréciation de notre unité monétaire qui en fut la conséquence, furent à la base d'une autre transformation importante de notre marché des capitaux.

Cette transformation semble plus nette en fin 1920, année

pendant laquelle les émissions d'Etat ont atteint leur chiffre maximum.

La voici : notre marché des capitaux n'est plus régi actuellement et depuis la fin de la guerre par la loi de l'offre et de la demande. En d'autres termes, les mouvements du taux de l'intérêt ne réalisent plus l'équilibre entre la demande et l'offre de capitaux.

Le fait est si certain que, plus tard, en 1922, lorsque se produira une baisse considérable du volume des émissions, le taux de l'intérêt n'en continuera pas moins à se maintenir à un niveau très élevé; ce taux obéit désormais aux fluctuations de la valeur de la monnaie fiduciaire avec autant d'exactitude qu'avant la guerre à l'offre et à la demande de capitaux, devenues aujourd'hui presque inopérantes.

De nos jours, l'offre, fut-elle de beaucoup supérieure à la demande, l'industrie privée ne pourrait pas abaisser le taux du loyer de l'argent au-dessous d'un niveau minimum très élevé, sous peine de voir l'épargne délaisser complètement ses titres. Les capitalistes ont, en effet, toujours la ressource d'employer leurs disponibilités en valeurs à très court terme. Ces placements leur évitent le risque de voir une nouvelle chute du franc déprécier considérablement le capital qu'ils ont versé. Les épargnants n'ont pas oublié que les industriels ont retiré le bénéfice du mauvais marché qu'ils ont conclu en souscrivant à leurs obligations avant la guerre. Pour peu que les sommes ainsi prêtées aient été utilisées par les emprunteurs en immobilisations, ces derniers ont vu leur capital quadrupler tandis que l'argent prêté baissait de valeur réelle.

On comprend dès lors que les capitalistes attachent un intérêt primordial au taux élevé de l'intérêt pour compenser les risques de dépréciation monétaire, lorsqu'ils souscrivent à des obligations.

La transformation du marché des capitaux que nous envisageons actuellement est donc entièrement différente de celle que nous avons signalée dans la première partie de cette étude. Elle est à la fois plus profonde et plus anormale : et, en effet, la hausse du taux de l'intérêt n'a pas été passagère; le coût du loyer de l'argent n'a pas diminué en même temps que la demande de capitaux. La loi de l'offre et de la demande a donc fait faillite sur le marché des capitaux.

Les émissions des Sociétés privées

Le régime de ces émissions va se transformer totalement, comparativement à ce qu'il était pendant la guerre. Avec la suppression de la réglementation du marché, l'industrie, particulièrement en 1920, multipliera ses appels à l'épargne. Les capitalistes ne lui refuseront pas leur concours, malgré les nombreuses émissions de valeurs du Trésor ou garanties par l'Etat.

Les demandes intenses de capitaux de l'industrie durant les deux années qui suivirent l'armistice sont aisément compréhensibles. A la fin de la guerre, en effet, les industriels ont dû faire face à l'augmentation de leur production pour répondre aux besoins toujours croissants de la consommation; à l'élévation du prix de la vie avec comme corollaire la hausse des salaires; enfin au renchérissement des matières premières.

Force leur fut de développer le rendement de leurs usines, de compléter et, dans de nombreux cas, de renouveler leur outillage. Ainsi beaucoup de capitaux nouveaux furent consacrés, sous forme de capitaux d'établissement, à la reconstitution du matériel.

Les capitaux de roulement ont également dû être augmentés sous l'influence des conditions économiques nouvelles:

a) En ce qui concerne les salaires, bien qu'il n'existe pas de renseignements précis, en France, sur la moyenne des salaires dans l'ensemble des industries, sauf dans l'industrie houillère, nous pouvons, d'après les chiffres ci-dessous mentionnés, nous faire une idée du niveau général du revenu du travail en 1913 et en 1920 :

Pour les ouvriers mineurs, la moyenne des salaires, qui était de 5,40 en 1913, monte à 19,45 en 1920, soit une augmentation de plus de 3 1/2.

b) La hausse des matières premières est plus grande encore; la houille, même de qualité inférieure, coûtait en 1920 15 ou 20 fois plus cher qu'en 1913.

Le niveau des émissions fut cependant assez faible pendant les premiers mois qui suivirent l'armistice. Ainsi le montant des valeurs émises du 1^{er} janvier au 31 mars 1919 ne fut que de 600 millions. Des tâtonnements et des hésita-

tions, enfin une vague de paresse déterminèrent plutôt un temps d'arrêt dans la production; aussi, en dépit de la reprise du travail, qui se déclancha à partir de juin, le chiffre de notre production, en 1919, ne fut pas aussi élevé qu'on était en droit de l'espérer. La production de houille et de lignite, par exemple, malgré l'appoint apporté par la Lorraine récupérée, ne s'élève qu'à 22 millions de tonnes contre 26,3 en 1918; de même, nous ne produisîmes, en 1919, non compris les provinces reconquises, que 1.300.000 tonnes de fonte, contre 1.320.000 en 1918.

Lorsque l'activité reprit, il fallut bien trouver des capitaux. Pour les besoins immédiats, l'industrie s'adressa d'abord aux banques. Ces dernières, pour mettre en harmonie leur capital et leur nouveau chiffre d'affaires, procédèrent à des augmentations de capital variant de 30 à 50 % du capital primitif.

C'est ainsi que, dès la première année qui suivit l'armistice, la Banque Nationale de Crédit émit 300.000 actions de 500 francs à 600 francs; la Banque de Paris et des Pays Bas 100.000 de 500 francs à 750 francs, la Compagnie Algérienne 75.000 de 500 à 650 francs, la Banque Générale du Nord 100.000 de 500 francs, etc... Au total, en 1919, 33 banques lancèrent sur le marché 584 millions d'actions nouvelles.

Cependant, les sociétés de crédit, même en augmentant leur capital social, ne pouvaient subvenir aux demandes incessantes d'argent, venant de tous les points du monde industriel et commercial. Les entreprises décidèrent donc, dès l'automne, de faire des appels directs au marché des capitaux et d'augmenter elles-mêmes leur capital social. Au même moment, des entreprises nouvellement fondées venaient solliciter l'épargne.

Aussi les émissions de sociétés privées passaient de 1.257.426.000 francs en 1918 à 3.108.804.000 francs en 1919.

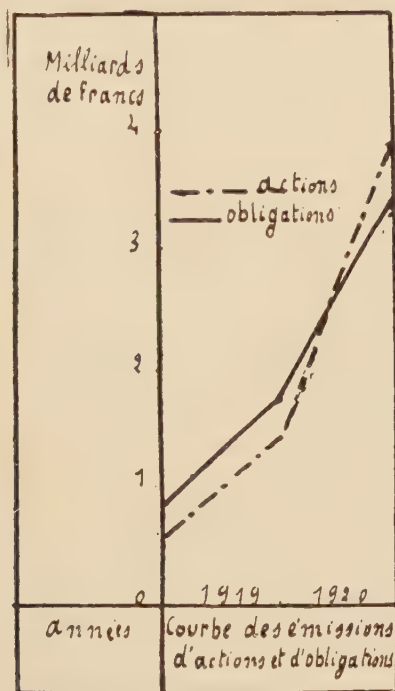
Sur cette somme, le chiffre des actions fut de 1.513.870, peu différent de celui des obligations.

Pourquoi cet appel du marché financier se produit-il par l'émission d'actions ? C'est que c'est la forme qui convient le mieux à la mentalité nouvelle du public. Un engouement sans bornes et une confiance illimitée dans les placements industriels et commerciaux vont remplacer la réserve et la défiance ancienne d'une quantité d'épargnants. Leurs disponibilités plus importantes, leur développement du goût de la spéculation, leur peu de confiance dans la situation financière

de l'Etat, leur idée de parer ainsi à l'accroissement du coût de la vie les poussent vers les valeurs à revenus variables.

La vogue des actions sera plus grande encore dans les premiers mois de 1920; la proportion des valeurs à revenus variables par rapport aux valeurs à revenus fixes passe, en effet, de 0,9 en 1919 à 1,09 en 1920.

Mais c'est surtout l'inflation monétaire qui a la plus grande influence sur la politique des particuliers en matière de placements.



L'inflation qui existait bien avant l'armistice avait été en partie neutralisée par la thésaurisation des particuliers et la conclusion des accords entre les Etats alliés pour la stabilisation des changes.

Après l'armistice, la dénonciation des accords avec l'Angleterre, l'apport sur le marché financier et commercial des réserves de billets des particuliers et l'accroissement de la consommation allaient permettre à l'inflation monétaire de manifester la plénitude de ses effets.

En 1920, le total des émissions des sociétés privées atteint le chiffre considérable de 7 milliards 947.136.000 francs : les chiffres sont plus que doubles de ceux de 1919.

Le public n'a pas hésité à confier ses épargnes à des sociétés peu solides, qui n'auront pas les moyens de résister à la crise qui s'ouvre en juin 1920 pour persister jusqu'au printemps 1922.

Dès qu'il s'est rendu compte de la période critique qu'allaient traverser les entreprises privées, le public est revenu aux valeurs à revenus fixes. C'est donc dans les premiers mois de 1920 que la plus grosse partie des valeurs à revenus variables ont été souscrites !

Les principales affaires proposées aux épargnants en 1920 sont les suivantes :

- 240.000 obligations de 500 francs 6 % des Forges et Aciéries du Nord et de Lorraine;
- 230.000 obligations de 500 francs 6 % de l'Union des Consommateurs des Produits Métallurgiques et Industriels;
- 100.000 obligations de 500 francs 6 % de la Caisse Foncière de Crédit pour l'Amélioration du Logement de l'Industrie;
- 80.000 obligations de 500 francs 6 % du Comptoir de l'Industrie Lainière, etc...

Signalons de plus que, dans les émissions d'actions françaises, les emprunts des banques et établissements financiers figurent pour 1 milliard 131.978.000 francs, représentant un pourcentage de plus de 20 %.

Une transformation s'est donc produite dans la nature des sociétés, qui ont fait appel au marché des capitaux. Tandis que, pendant la guerre, le quasi monopole d'émission était réservé aux usines travaillant pour les besoins de la Défense Nationale, ce sont au contraire les entreprises de reconstruction, de navigation ou de banques qui ont drainé la plus grande masse de capitaux en 1919 et en 1920.

Quelle a été l'influence de ces émissions sur le taux de l'intérêt ?

Tout d'abord, constatons que le taux *nominal* de l'intérêt n'a pas augmenté sensiblement en 1919, non plus qu'en 1920; la presque totalité des obligations mises en souscription était du type 6 %. Nous notons cependant quelques types d'obliga-

tions 7 % et même 7 1/2 %, mais ce ne sont encore que des cas isolés.

**Emissions d'actions et d'obligations des Sociétés françaises
et étrangères sur le marché français.**

(en milliers de francs)

Nature des valeurs	1919		1920	
	Actions	Obligations	Actions	Obligations
Banques.	645.450	35.000	1.107.200	1.100.000
Assurances	34.200		48.000	1.600
Immobilières.	26.000	18.500	168.800	112.965
Tramways	69	17.745	5.450	14.500
Eaux, ports, docks	7.050	26.966	3.500	53.500
Services publics	500	19.000	15.500	23.000
Gaz		8.680	7.700	42.945
Electricité	173.357	180.350	326.640	356.575
Métallurgie	161.212	649.583	552.192	826.925
Automobiles	12.750	31.500	52.150	129.000
Produits chimiques.	47.795	53.210	287.295	103.794
Matériaux de constructions.	29.029	51.500	131.640	62.700
Mines	5.350	64.500	204.810	73.900
Navigation.	82.260	179.500	205.300	113.000
Valeurs françaises	235.688	215.400	950.561	828.600
Diverses étrangères	53.000	43.500	29.374	
Total	1.513.870	1.594.934	4.104.192	3.842.944

La situation change, si l'on examine le taux réel auquel ont été réalisés ces différents emprunts. L'élément fiscal constituera, principalement après la mise en vigueur de la loi du 25 juin 1920 modifiant et augmentant les impôts établis en 1917, un élément d'aggravation pour les appels au crédit des entreprises industrielles et commerciales, c'est-à-dire une augmentation du taux d'intérêt par rapport à celui des emprunts de l'Etat, exonérés pour une très grosse part des impôts supportés par les titres privés et atteints seulement par l'impôt général sur le revenu.

Aussi voyons-nous, dans le deuxième semestre de 1920, le taux réel d'emprunt atteindre 7,75 % après s'être maintenu à environ 6,70 depuis 1917. — Les sociétés se chargent, en

effet, de tous les impôts. — Or, les impôts qui grèvent les valeurs mobilières sont devenus écrasants : le droit de transmission a été porté à 0,50 en 1920 et sera encore augmenté de dix centimes en 1923; si bien que, si l'on considère un titre à revenu fixe, une obligation 6 % par exemple, qui se maintient aux environs du pair, soit 500 francs, le droit de transmission représente environ 10 %, soit une somme égale à celle de l'impôt cédulaire sur le revenu.

Le coupon annuel de 30 francs de cette obligation supportera en effet :

1° Impôt sur le revenu 10 % sur 30 francs, soit.	3 francs.
2° Impôt de transmission 0,60 sur le cours moyen de 500 francs environ	3 »
TOTAL	6 francs.

L'ensemble de ces deux impôts représente donc 20 %, soit le cinquième du coupon.

Pour les titres à revenus variables, la différence est plus sensible encore : soit une entreprise qui distribue 150 francs de dividende et dont le cours moyen s'établira aux environs de 5.000 francs.

Tableau indiquant les conditions d'émissions d'obligations pour quelques sociétés industrielles en 1919 et en 1920.

Dates	Taux nominal %.	Prix d'émission	Taux réel non compris imp. %.	Taux réel compris imp. de droit à charge de Sociétés	Impôts à sa charge	
1919						
Juin	6	490	6,02	6,09	6,69	Etablis. Arbel Hauts Fourneaux de Pont-à-Mousson (Basse-Loire)
Sept.	6	500	6,—	6,09	6,69	
Octobre	6	500	6,—	6,09	6,69	
1920						
Janv.	6	492,50	6,09	6,09	6,69	Dist. Elect. Ouest Sté Navale Ouest La Courneuve.
Juillet	6	497,50	6,03	6,10	7,10	
Octobre	6½	497,50	6,53	6,60	7,75	

De ce dividende de 150 francs, il y aura lieu de retrancher :

1° Impôt de 10 % sur le revenu, soit.....	15 francs.
2° Impôt de 0,60 % sur le cours moyen de 5.000 francs	30 »
Soit	45 francs.

soit environ 30 % du montant du coupon.

D'autre part, cet impôt étant une taxe annuelle si pendant une ou plusieurs années les dividendes ne sont pas distribués, il est récupérable d'un seul coup sur les premiers dividendes répartis.

Soit une société française qui exploite des mines de cuivre en Amérique. Cette société, par suite de la baisse du métal, n'a distribué aucun dividende en 1920, 1921 et 1922; si, en 1923, il distribue 10 francs bruts par action, ce dividende va subir les prélèvements suivants :

Impôt sur le revenu	Fr.	1,00
Taxe de transmission 1920		1,85
» » 1921		1,29
» » 1922		2,21
» » 1923		3,30
TOTAL	Fr.	9,65

Si la société se charge de tous les impôts, on voit à quel prix lui revient le loyer des capitaux.

Les valeurs mobilières sont soumises à des impôts dont le taux dépasse la mesure et rend difficile et coûteux le crédit par voie d'émission pour les sociétés industrielles.

Or, dès le début de la crise de 1920, la voie de l'émission fut la seule que purent suivre les industries, les crédits des banques étant complètement suspendus. Les épargnants purent alors imposer leurs conditions.

Les industriels emprunteurs comprirent que le paiement des intérêts à leurs obligataires pouvait devenir ruineux pour eux dans l'avenir, — et particulièrement au cas d'une reprise du franc ou d'une crise des affaires prolongée, — aussi certaines sociétés adoptèrent en 1920 la méthode d'émission

d'obligations du type 6 % net d'impôts présents et futurs, mais remboursables dans quatre, cinq, six ou dix ans. L'amortissement très rapide peut, il est vrai, imposer une charge très lourde aux sociétés dans un avenir bien rapproché. Il avait alors l'avantage, aux yeux des emprunteurs, de leur éviter le service d'intérêts dont le taux, à leur avis, devait rapidement diminuer.

La nouvelle dépréciation de notre monnaie, la stagnation des affaires, qui durera plus de deux ans, enfin l'élévation considérable du taux de l'intérêt en 1921 prouvèrent combien leurs espoirs étaient chimériques.

CHAPITRE II

La Transformation du Marché des Capitaux

DE 1921 A LA FIN DE 1924

Les premiers mois de la période que nous envisageons actuellement ont été grandement influencés par la grande crise de 1920.

Celle-ci a affecté tout particulièrement et en premier lieu le marché des capitaux.

Cette crise peut sembler paradoxale : après une guerre de quatre ans et demi où les œuvres productives de la paix furent délaissées pour celles de la guerre, il semblait que le monde dut s'employer à réparer le temps perdu; au lieu de cela, brusquement, en mai 1920, les entreprises fabriquant les objets les plus nécessaires à la vie ne travaillent plus qu'avec une capacité réduite.

M. Desseilligny, syndic de la Compagnie des Agents de Change à Paris, a attribué la cause de ce phénomène aux émissions d'emprunts d'Etat faites à des taux de plus en plus élevés, qui ont détourné les capitaux disponibles des achats d'actions.

La crise serait donc finalement venue du manque de disponibilités.

Cette interprétation a été vivement critiquée; nous avons vu que, ni en 1919, ni en 1920, l'argent n'a fait défaut à proprement parler. Les disponibilités se trouvaient donc en quantité suffisante pour alimenter à la fois les achats d'actions et les souscriptions aux emprunts.

Le baron Mourre a montré qu'en réalité, c'est le mauvais fonctionnement du mécanisme monétaire qui a fait éclater la crise.

Et, en effet, une activité industrielle et commerciale intense exige des moyens monétaires considérables : d'abord parce que la forte consommation de capitaux circulants rend exigeants les détenteurs de stocks et fait hausser les prix. De

plus, l'augmentation du volume des affaires exige un afflux de monnaie supplémentaire. Mais celle-ci ne peut être prise que dans les réserves monétaires, qui, elles-mêmes, finissent par s'épuiser.

C'est alors que, pour défendre les encaisses, les banques élèvent les taux de l'escompte, qui commande le taux des reports en Bourse; on liquide les spéculateurs peu solides. Une panique survient.

C'est donc la mauvaise répartition de la monnaie, trop abondante dans la circulation, insuffisante dans les réserves, qui a été la cause immédiate de la crise.

La Bourse des valeurs s'est trouvée atteinte la première; or, la mauvaise tenue de la Bourse a paralysé les émissions et a déclenché la crise industrielle. L'argent est devenu très cher.

La crise s'est liquidée très lentement; le volume diminué des affaires, ne nécessitant plus qu'une quantité réduite de monnaie, les prix ont baissé sensiblement en 1921 et 1922.

L'activité économique et financière a repris après 1923, malgré les troubles profonds qui ont résulté des variations de la valeur de notre unité monétaire.

a) L'offre des capitaux

Le problème actuel de l'abondance ou de la rareté des capitaux — Les disponibilités des particuliers et les charges de l'industrie — L'évasion des capitaux

Le total des émissions, y compris les bons de la Défense Nationale, passe de 46 milliards en 1920 à 39 milliards en 1921, 26 milliards en 1922, 21 milliards en 1923 et 13 milliards en 1924.

Le stock des valeurs émises en France est donc peu important par rapport aux années précédentes.

Serait-on en présence d'une pénurie de capitaux disponibles en raison de la hausse des prix, de l'aggravation des impôts, de l'élévation des charges et de leur répercussion sur le prix des matières premières importées ?

Tout d'abord constatons la diminution des excédents des dépôts sur les retraits dans les Caisses d'Epargne depuis 1919; ces sommes tombent de 830 millions en 1921, à 571 en 1922 et 156 en 1923.

Par contre, les dépôts et comptes courants dans les ban-

ques accusent une augmentation sensible de 1919 au 31 décembre 1924. Pour les quatre banques : Crédit Lyonnais, Société Générale, Comptoir d'Escompte, Crédit Industriel et Commercial, les chiffres sont les suivants :

1919	11.947 millions.
1920	13.230 »
1921	12.268 »
1922	14.614 »
1923	17.608 »
1924	18.500 »

Ces résultats semblent contradictoires. Comment concilier l'augmentation des retraits dans les Caisses d'Epargne et celle des sommes déposées en banque ?

Ceci prouve seulement les difficultés que rencontre la petite bourgeoisie pour subvenir à ses besoins, par suite de la hausse continue des denrées. Le tableau suivant est significatif à ce sujet; il représente les mouvements de l'ensemble des prix d'après un indice basé sur le total de ce que coûteraient, aux prix constatés, des quantités fixes de ces treize denrées, quantités déterminées de manière à représenter grossièrement la consommation annuelle pour une famille de quatre personnes.

Indices caractérisant les variations de prix de 13 denrées, par région

	France entière	Nord	Est	Sud-Est	Midi	Ouest	Alsace- Lorraine
1914 Août	1.004	1.089	988	1.018	988	942	1.084
1920 maximum. . .	4.519	4.693	4.456	4.522	4.423	4.345	4.530
1922 minimum. . .	3.135	3.264	3.091	3.101	3.103	2.995	3.185
1923 Février. . . .	3.320	3.506	3.268	3.327	3.015	3.150	3.182
— Novembre . . .	3.749	3.921	3.763	3.719	3.595	3.569	3.844
1924	4.013	4.195	3.999	3.964	3.871	3.843	4.105

On remarque que les prix augmentent considérablement en 1920, baissent de 11 % de 1920 à 1922 et se relèvent de 21 % entre 1923 et 1924.

La diminution des excédents dans les Caisses d'Epargne

s'explique donc. A cela il faut ajouter que la pratique de l'épargne est en régression, dans la petite bourgeoisie, par suite du développement constant des besoins en nombre et en intensité. C'est ce que prouvent les enquêtes faites auprès des commerçants de l'alimentation et des propriétaires d'immeubles.

De même que la moyenne des gens ne consent plus à se loger aussi à l'étroit qu'avant la guerre, de même les denrées de seconde qualité sont délaissées : les boucheries n'arrivent plus à écouler les morceaux ordinaires; les liqueurs de marques, les cafés de première qualité sont seuls demandés dans les succursales des magasins installés dans les centres ouvriers.

L'idée de ces derniers se conçoit parfaitement. Plutôt que de voir leurs économies diminuer de valeur réelle à chaque dépréciation du franc, les petits salariés préfèrent utiliser leurs ressources en consommations immédiates.

Mais alors comment expliquer l'augmentation des dépôts?

Serait-ce que la haute et moyenne bourgeoisie se trouveraient dans une situation de fortune plus brillante qu'auparavant ? Nous ne le croyons pas.

Considérons, en effet, la situation d'un rentier dont la fortune était composée en 1914 pour les trois cinquièmes en valeurs mobilières et le reste en immeubles.

Supposons que son portefeuille de titres à revenus fixes soit composé de rentes 3 %, d'obligations de Chemin de fer 3 %, d'obligations industrielles 3 et 4 %, etc. La dépréciation de son capital peut être évaluée à plus de 20 % en valeur nominale; la perte en valeur réelle est beaucoup plus considérable, puisque le pouvoir d'achat du franc, en 1924, est trois fois inférieur à celui de 1913. Quant à la productivité de ce capital, elle est la même en valeur nominale qu'il y a dix ans. Mais de ce revenu il y a lieu de retirer les prélèvements qu'exerce le fisc sur le montant des coupons (puisque les sociétés ne commencent à prendre les impôts à leur charge qu'après 1915).

Examinons maintenant ce qu'il est advenu de son portefeuille de valeurs à revenus variables : actions de nos industries nationales. Celles-ci ont une valeur nominale supérieure à celle de 1914, à l'exception des grands réseaux de Chemins de fer français et coloniaux. Le coefficient d'accroissement de valeur nominale, de 1914 à 1924, peut être évalué à 1,70 pour l'ensemble des actions de sociétés françaises cotées avant la guerre sur notre marché des capitaux.

La plus-value dont a bénéficié ce compartiment de valeurs n'est donc pas comparable à la dépréciation monétaire, puisque l'indice des prix de gros a dépassé 400 en juin 1924.

Le capital mobilier de notre rentier se trouve donc sur toute la ligne considérablement diminué en valeur réelle.

Enfin, la progression des dividendes a été excessivement faible en dix ans, ainsi qu'il résulte des exemples suivants :

VALEURS	Années	Cours moyen	Dividende brut
Crédit Lyonnais.	1913	1.661	65. »
	1922	1.396	70. »
Crédit Industriel et Commercial. . . (action non libérée, 125 fr. versés)	1913	727	16.25
	1922	825	23 33
Comptoir d'Escompte	1913	1.052	40. »
	1922	945	50. »
Thomson-Houston.	1913	770	35. »
	1922	769	54. »
Forces Motrices du Rhône	1913	627	28.50
	1922	611	30. »
Métropolitain	1913	616	21.50
	1922	431	30. »
Longwy.	1913	1.600	60. »
	1922	829	72. »
Courrières	1913	5.539	140. »
	1922	351	60.80
Châtillon-Commentry.	1913	2.112	85. »
	1922	1.892	107. »

Dans de nombreux cas, les répartitions d'après-guerre sont inférieures à celles de 1913.

Considérons maintenant les charges et revenus des immeubles de notre capitaliste en 1914 et en 1924. Soit un immeuble évalué avant la guerre à 150.000 francs; le revenu brut de cet immeuble s'est modifié en dix ans ainsi qu'il suit :

1913	1924
12.000 francs.	21.600 francs.

(nous adoptons pour le loyer le coefficient d'augmentation

de 80 % qui est celui qui a été fixé dans la plupart des grandes villes par la Commission d'évaluation).

Les charges, par contre, ont doublé ou même triplé :

	1913	1924
Impôts	680 fr.	1.995 fr.
Entretien (eau, gaz, électricité).	1.200 fr.	2.700 fr.

Notre immeuble donnait donc un revenu net de 10.000 francs en chiffres ronds en 1913; ce revenu est aujourd'hui de 17.000 francs.

Le coefficient d'augmentation n'est donc pas même de 2.

Il résulte de ce qui précède que l'augmentation des dépôts dans les banques ne peut être due aux ressources supplémentaires de notre classe moyenne.

En réalité, les dépôts en banques sont faits surtout par des gens d'affaires dont les besoins d'argent pour leurs fonds de roulement s'intensifient avec la hausse des prix ou la tension des changes.

Le quart environ de ces dépôts est d'ailleurs investi *en bons* de la Défense Nationale.

Mais l'augmentation des dépôts ne veut pas dire qu'il y ait augmentation des facultés d'épargne dans les entreprises industrielles.

Si celles-ci ont réalisé des bénéfices importants en 1919 et en 1920, leurs pertes furent considérables pendant la crise qui dura jusqu'en 1922.

Les exercices 1920, 1921 et 1922 ont donc été nettement défavorables. Des comptes de prévisions ont dû être ouverts pour balancer les pertes ainsi subies dans les postes : approvisionnement en matières premières et produits fabriqués. L'instabilité des changes et les variations de prix restent une cause permanente de difficultés pour les entreprises qui cherchent à s'approvisionner à l'étranger en matières premières ou qui écoulent à l'extérieur une partie de leur production.

D'autres facteurs interviennent, qui entravent les facultés d'épargne de l'industrie. En premier lieu vient l'augmentation des frais généraux, et particulièrement des dépenses du personnel, par suite de la réduction de la journée de travail, de la hausse des salaires et de la diminution de la productivité même du travail.

Cette augmentation de frais généraux apparaît plus sensible dans les grands établissements, telles que les Compagnies

de chemins de fer, les Compagnies d'assurances, les Banques, etc...

L'examen des comptes d'une Compagnie de chemins de fer nous montre l'accroissement des charges des sociétés depuis 1914 (1).

NATURE des Dépenses	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921	en millions de francs
1. Personnel. . .	141	132	142	182	182	408	641	604	
2. Inst. Patron. .	31	31	44	44	118	176	133	171	
3. Matières 1 ^{res} . .	55	52	78	98	128	174	326	476	
4. Combrustibles.	49	77	153	187	218	210	572	363	
5. Renouvel ^{ts} Nat.	18	11	7	13	17	25	35	34	
6. Amortissem ^{ts}	15	5	12	17	34	54	135	85	
7. État.	41	38	43	44	97	172	209	187	
8. Obligations . .	192	197	199	201	207	217	239	254	
9. Actions	40	42	42	41	41	41	39	34	
Total.	582	585	720	797	1.042	1.477	2.329	2.212	

En ce qui concerne les banques, les frais de personnel, pour le Crédit Industriel et Commercial, qui étaient de 3.051.369 francs en 1913, se sont élevés à 11.582.040 francs en 1922, soit un coefficient d'accroissement de 3,80; et l'ensemble des frais généraux est passé de 3.997.061 francs en 1913 à 14.091.398 francs en 1922, soit un coefficient d'augmentation de 3,50. Le coefficient d'augmentation des bénéfices bruts a été de 3,21, tandis que celui des bénéfices nets étaient seulement de 1,55.

Les impôts à la charge des sociétés sont venus encore diminuer la puissance d'épargne de l'industrie.

L'impôt sur les bénéfices industriels et commerciaux a remplacé les patentes, en les quadruplant; l'impôt foncier est passé de 3,20 % en 1913 à 10 % en 1923. Les impôts locaux sous forme de centimes additionnels sont passés du simple au triple. Le droit du timbre a doublé en deux ans.

Enfin, les entreprises sont obligées de prélever des sommes importantes sur leurs bénéfices bruts pour prévenir le dépe-

(1) *Messenger de Paris* du 6 juin 1922.

rissement de leur actif. Elles doivent accroître leurs amortissements dans la mesure où la monnaie s'est dépréciée. Le but de l'amortissement est, en effet, de remplacer tout ou partie de l'actif amoindri jusqu'à concurrence de sa valeur telle qu'elle figure dans les livres de comptes. Pendant la guerre, l'amortissement s'est poursuivi comme il avait été fixé antérieurement à tant pour cent de la valeur initiale. Mais cette valeur initiale ne correspond plus à la valeur réelle de l'actif : une machine qui valait 20.000 francs en 1914 en vaut actuellement 60.000.

Les prélèvements pour amortissements ont donc encore dû être augmentés; mais, de plus, il a fallu regagner le retard provenant de ce que les amortissements de guerre ont été calculés d'après la valeur *initiale* de l'actif, d'où une nouvelle diminution considérable des bénéfices bruts.

Nous pouvons en conclure que l'industrie n'a pas trouvé dans l'augmentation des prix un équivalent compensateur des dépréciations de la puissance d'achat de l'unité monétaire.

Si les bilans étaient évalués d'après leur valeur or, on constaterait que l'industrie, loin de s'enrichir dans les dix dernières années, a vu se déprécier son capital.

Reste à connaître les disponibilités qui se trouvent entre les mains des producteurs agricoles. Ceux-ci sont moins chargés d'impôts que les industriels. Ce sont les bénéficiaires immédiats de la hausse des prix. Il est certain qu'une abondante thésaurisation de billets de banque se poursuit actuellement dans les campagnes.

M. Béranger a évalué cette thésaurisation à environ 7 milliards en février 1925.

Le moins grand volume de l'offre des capitaux depuis 1921 peut enfin être expliqué par la liquidation de l'arriéré des pensions. En mars 1921, on octroyait 147.000 pensions; ce chiffre tombe à 60.000 en 1922. Du reste, les pensions allouées aux mutilés et aux victimes de la guerre ne leur donnent que les ressources tout juste indispensables à l'entretien de leur famille.

Les sommes remises aux sinistrés tombent de 16.200 millions en 1921 à 12 milliards en 1922, à 10 milliards 600 millions en 1923 et à environ 7 milliards en 1924.

Or, ces sommes servaient à entretenir un mouvement d'affaires important dans les régions envahies. Les bénéfices réalisés par les entreprises où avaient été engagés ces capitaux étaient pour la plupart utilisés à la souscription des obligations du Crédit National.

La compression des dépenses de la reconstitution devait donc amener la réduction de l'offre des capitaux sur le marché.

Cependant si l'épargne a subi une certaine diminution pendant ces dernières années, il ne faut pas en conclure que c'est à la pénurie des capitaux qu'il faut attribuer la baisse du chiffre des émissions sur le marché français. En effet, tous les capitaux disponibles n'ont pas été utilisés dans leurs emplois habituels qui, par l'effet de la crise des changes, ne paraissaient plus offrir les mêmes garanties de sécurité que par le passé.

Il y a lieu enfin de tenir compte, pour expliquer la rarefaction de nos disponibilités, de l'évasion des capitaux que toutes les dispositions légales ont été jusqu'ici impuissantes à prévenir. La crainte d'une exagération indéfinie des dépenses fiscales, considérée par les capitalistes comme une véritable spoliation, a incité ceux-ci à placer leur fortune à l'étranger.

Cette diminution de l'offre peut devenir inquiétante pour l'avenir. Si l'inflation se poursuit, si les impôts continuent à s'accroître (leur total est passé de 964 millions en 1919 à 4.500 millions en 1924 pour les régions envahies et de 8.130 millions en 1919 à 24 milliards en 1924 pour le reste de la France), il viendrait un moment où les ressources des particuliers ne pourront plus subvenir aux besoins de l'activité économique. Ce sera alors la gêne de notre Trésorerie, l'entrave à l'extension de notre industrie, le recours exagéré à l'escompte, enfin le nouveau gonflement de la circulation fiduciaire.

A ce sujet, le rapport du Conseil d'administration du Comptoir National d'Escompte mentionne : « Si les difficultés rencontrées pour vaincre les répugnances du public à s'engager pour de longues périodes devaient s'aggraver, elles pourraient apporter un obstacle sérieux au développement normal du pays. »

Les capitaux marquent même une certaine répugnance à s'engager dans des emplois à court terme. L'épargne semble avoir reflué, soit vers la construction d'immeubles, soit vers les assurances sur la vie; le montant des capitaux assurés, qui était de 1.341.891.194 francs en 1922, est passé à 1.466.661.355 francs en 1923 et atteint 2.054.761.856 francs en 1924; les épargnants sont satisfaits de placer leurs économies à un taux de capitalisation assez élevé et d'éviter toute perte sur le montant de la somme nominale qui devra lui être versée.

Ce n'est donc pas à l'insuffisance de capitaux liquides qu'il faut attribuer la diminution des émissions depuis 1921.

Bien au contraire, il n'est pas douteux que les émissions des titres ont été absorbées avec une grande facilité : d'ailleurs le faible taux des reports au cours de ces dernières années dénote l'importance des disponibilités offertes.

C'est ailleurs qu'il faut aller chercher les raisons de la moins grande demande de capitaux sur le marché. Mais alors comment expliquer le taux élevé de l'intérêt ?

b) La demande de capitaux

La diminution du chiffre de nos émissions

La hausse du taux de l'intérêt

.....

C'est en effet le taux élevé de l'intérêt joint à la diminution des émissions qui caractérise la période qui vient de s'écouler.

En raison de la crise de 1920, l'appât d'un intérêt élevé fut indispensable pour attirer les capitalistes vers les valeurs industrielles. Nul ne songerait à en douter.

Les nombreuses émissions de bons et d'obligations du Crédit National contribuèrent également à distraire la masse des épargnes des placements offerts par les sociétés privées. Le succès des emprunts du Crédit National fut considérable : 3 milliards d'obligations furent émis en 1921, 8 milliards en 1922.

On ne peut contester la nécessité de ces emprunts. Plusieurs Chambres de Commerce ont cependant attiré l'attention du Gouvernement sur leurs sérieux inconvénients.

En particulier, M. Charpenay, président de la Chambre de Commerce de Grenoble, a cru devoir adresser au Ministre du Commerce un rapport dans lequel il a passé en revue les emprunts qui ont eu lieu en 1922 : c'est en février 1922, une émission de bons 6 % du Crédit National, avec tous les avantages afférents, le taux d'intérêt ressort à 6,76 %; en juillet, nouvel emprunt 6 % du même genre que le précédent; au mois d'octobre, placement des Bons du Trésor 6 % à trois et cinq ans émis à 497 francs : le taux d'intérêt de ces bons, en tenant compte de la portion du coupon couru et de la prime d'amortissement, ressort à 6,28 ou à 6,44, suivant qu'ils sont à trois et cinq ans.

Dans ces conditions, disait M. Charpenay, il est bien

difficile aux industries nationales de se procurer des capitaux à des conditions avantageuses, car leur crédit est loin de valoir celui de l'Etat. Leur situation financière en subit les désastreux effets.

Et il ajoutait : « L'Etat a tort de se désintéresser de la « situation critique dans laquelle se trouve l'industrie. Il « devrait voir le danger qui menace non seulement les producteurs, mais lui-même indirectement en diminuant la « valeur de la matière imposable. »

Après avoir insisté sur le fait que les industriels ont des charges écrasantes par suite de la loi sur les bénéfices de guerre, de la journée de 8 heures, M. Charpenay formule ses conclusions de la manière suivante : « Un abaissement du « taux des emprunts et des bons n'empêchera le Trésor de « trouver des ressources, puisqu'il y aura toujours des disponibilités auxquelles ne convient pas une longue immobilisation; de plus, en diminuant l'intérêt de sa propre dette, « l'Etat permettrait à la Banque de France d'abaisser le taux « de son escompte; les charges de l'industrie s'en trouveraient « diminuées. »

L'avenir est venu démentir les conclusions de M. Charpenay. Les conséquences de l'abaissement du taux de l'intérêt des bons en 1922 le prouvent suffisamment.

M. Loucheur ayant soutenu à la Chambre, lors de la discussion du budget de 1922, que le taux de l'intérêt des bons était beaucoup trop élevé depuis l'armistice, la Commission des Finances de la Chambre suivit son avis. Ce taux fut ramené de 5 % à 4 1/2 % pour le bon à un an avec un décalage de 0,50 % pour les différents types de bons.

D'après M. Loucheur, l'abaissement du taux d'intérêt des bons aurait l'avantage de rendre moins onéreux le loyer de l'argent pour l'industrie, tout en n'occasionnant aucune gêne au Trésor.

« Les bons de la Défense Nationale, disait-il, attireront « toujours l'épargne en raison de la sécurité qu'ils offrent « et de la certitude que l'on a de pouvoir les transformer en « monnaie dès que besoin est. »

L'ancien Ministre soutenait que ce n'était pas le taux d'intérêt qui détermine les souscriptions aux bons de la Défense Nationale, car les capitalistes ayant des disponibilités sans emploi pendant un temps assez court, trouveront dans les bons des possibilités de trésorerie rémunératrices.

Ni l'un ni l'autre des résultats que l'on attendait du fait

de l'abaissement du taux de l'intérêt des bons ne s'est produit. Dans le second semestre de 1922, les remboursements de bons ont excédé les souscriptions d'environ 4 milliards.

Aussi, le 16 février 1923, le taux de l'intérêt des bons était-il rehaussé de 1/2 %. D'autre part, les relevés de l'Association Nationale des porteurs français fait ressortir à 6,14 % le taux moyen d'intérêt auquel ont été réalisées, en 1922, les émissions d'obligations et de bons des sociétés privées. Ce taux s'est donc maintenu à un niveau assez élevé, malgré l'abaissement du taux des bons.

L'argent se maintiendra très cher en 1923 et 1924.

Les émissions d'obligations et de bons réalisées en 1923 font ressortir à 6,33 % le taux moyen d'intérêt contre 6,14 % en 1922. Ce taux subit le contre-coup des variations du change. Ainsi, il passe de 6,57 en janvier, à 6,11 en février, à 6,40 en mai, à 7,20 en août, tandis que, dans le même temps, le dollar passe de 16,30 en janvier à 15,01 en février, à 15,87 en mai, à 17,69 en août.

Le taux nominal de l'intérêt, pour les émissions, fut également relevé du fait de l'interdiction faite aux émetteurs par la loi du 30 juin 1923 de prendre à leur charge la taxe annuelle de transmission.

La hausse se poursuit encore en 1924, de janvier à mars. La moyenne mensuelle du taux des émissions d'obligations et de bons passe de 6,35 à 7,49 %, tandis que le dollar passe de 21,38 à 21,70. Malheureusement, le taux d'intérêt n'a pas baissé avec la reprise du franc; le taux moyen est de 7,23 en mai, 7,79 en septembre. Il devient plus sensible à la hausse des prix qu'au mouvement des changes. Enfin, la crise de confiance, qui s'intensifie en décembre 1924, provoque une hausse considérable du taux de l'intérêt; le Trésor doit bonifier aux souscripteurs d'obligations décennales un taux réel de 8,70 %.

La conclusion de tout ceci est que ce n'est pas par des moyens de fortune, tels que l'abaissement du taux des bons qu'on arrivera à rendre plus abordable le loyer de l'argent. Le seul moyen d'obtenir une diminution du taux de l'intérêt est de pratiquer une politique financière saine, sans déficit budgétaire. Nos disponibilités sont encore assez abondantes pour permettre à l'industrie de faire appel au crédit à des conditions pas trop onéreuses.

Le montant brut des émissions réalisées sur le marché français s'est abaissé, nous l'avons vu, par échelons saccadés

au cours de ces dernières années. Cette transformation doit être attribuée beaucoup plus à la diminution des appels à l'épargne de la part de l'Etat qu'aux difficultés de toutes sortes que rencontra l'industrie. L'Etat ne lancera plus de grands emprunts de 1921 à 1924; il se cantonnera dans les émissions de valeurs à court terme : bons 6 % de 1921 et de 1922. Par contre, les émissions du Crédit National et des groupements sinistrés sont très importantes; elles dépassent 5 milliards en 1921 et 10 milliards en 1922.

En 1923, l'Etat émet à deux reprises des Bons du Trésor 6 % à trois, six ou dix ans au prix de 99 francs pour 100 francs de nominal, remboursables au gré des porteurs, au pair en 1925, à 103 p. 100 en 1928 et à 108 p. 100 en 1932.

Les souscriptions aux bons à court terme se sont élevées au total de 1 milliard 480 millions de francs. Par contre, l'excédent des remboursements des bons de la Défense Nationale sur les émissions a atteint 2.638 millions.

De leur côté, les émissions du Crédit National et des groupements sinistrés décroissent considérablement en même temps que s'achève notre œuvre de reconstruction : les émissions de bons à lots du Crédit National sont inférieures de 3 milliards à celles de 1922; les emprunts des sociétés et des groupements sinistrés n'ont été que de 633.361 millions en 1923 contre 2 milliards 167 millions l'année précédente.

La faiblesse des émissions de titres d'Etat ou garantis par l'Etat se manifeste encore beaucoup plus marquée en 1924; si l'excédent des remboursements sur les émissions de bons de la Défense Nationale est moindre qu'en 1923, l'émission des Bons du Trésor 5 % à dix ans et remboursables à l'échéance à 750 francs n'ont donné que 4 milliards 912 millions dont 900 millions seulement d'argent frais.

Mais, chose plus remarquable, tandis que les groupements sinistrés cessent complètement de faire appel au marché des capitaux, le Crédit National n'a emprunté que 1 milliard 1/2.

**Tableau des Émissions publiques en France
de 1921 à 1924**
(en milliers de francs).

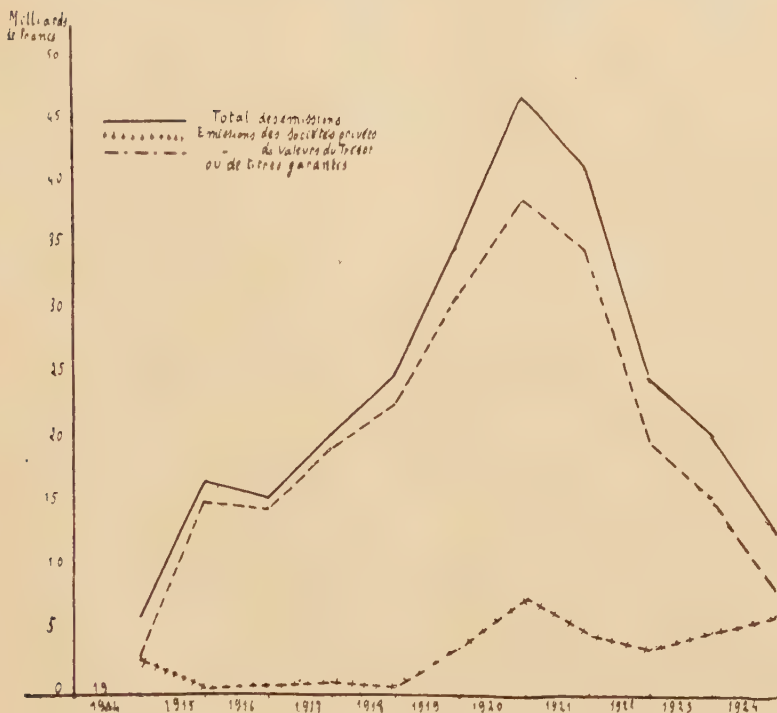
1921	1922	1923	1924
39.350.394	26.028.820	21.738.535	13.244.767

Émissions d'Actions et d'Obligations réalisées par les Sociétés privées.

(en milliers de francs).

NATURE DES DÉPENSES	1921		1922		1923		1924	
	Actions	Obligations	Actions	Obligations	Actions	Obligations	Actions	Obligations
Banques et Crédit Foncier. . .	237.175	1.200.000	73.660	614.180	280.294	807.900	332.777	16.950
Assurances.	43.470	8.700	20.086	15.420	43.810	8.730	70.950	3.825
Immobilières.	57.625	93.650	68.466	96.350	69.357	95.780	156.012	134.400
Tramways.	100.370	28.500	15.495	395.425	8.250	196.600	30.700	59.399
Eaux, ports, docks.	32.550	26.816	11.270	9.034	3.085	3.300	34.928	29.780
Services publics.	41.090	22.500	8.120	15.750	25.902	3.300	22.225	1.400
Gaz.	73.034	74.500	28.963	1.900	39.455	58.850	120.015	336.648
Electricité.	200.853	289.350	168.178	585.061	389.822	316.957	546.059	373.560
Automobiles.	56.532	79.900	21.036	11.550	27.188	5.800	64.999	2.000
Métallurgie.	279.515	543.690	173.700	279.835	374.221	145.035	435.313	243.400
Industries chimiques.	414.519	98.400	183.567	35.900	95.312	50.400	75.011	30.350
Matériaux de construction. . .	80.014	146.125	38.601	55.950	79.248	26.425	89.952	5.100
Mines.	158.920	51.250	71.617	34.900	38.525	35.000	298.256	50.000
Navigation.	46.653	201.300	10.800	131.500	109.700	201.087	10.850	179.120
Val. diverses { Françaises. . .	513.568	438.076	476.105	419.753	562.364	322.125	1.305.281	325.000
{ Étrangères. . .	43.747	35.100	8.350	8.000	129.125	782.761	101.728	
Total.	2.379.635	3.340.857	1.378.014	2.710.471	2.275.858	3.056.740	3.693.956	1.791.023

Émissions réalisées sur le Marché français par voie d'appel au public



En ce qui concerne nos grandes Compagnies de Chemins de fer, le rythme de leurs émissions est opposé à celui de l'Etat. Après être restées dans les environs de 1 milliard en 1920, lors des grosses émissions d'Etat, elles s'élèvent brusquement à plus de 3 milliards en 1921 et se maintiennent actuellement autour de 2 milliards.

Le chiffre des émissions de sociétés privées apparaît, par contre, beaucoup plus stable. Bien entendu, il devait se ressentir du marasme des affaires de 1920 à 1922. L'abaissement du total de leurs émissions de 8 milliards environ en 1920, à 5, puis à 4 milliards respectivement en 1921 et 1922 traduit le développement de la crise. D'ailleurs la répartition des émissions entre les différentes sociétés le prouve suffisamment : ce sont en effet les industries métallurgiques, de navigation

et de matériaux de constructions qui réduisent le plus leurs appels à l'épargne; à l'opposé, les entreprises de services publics, peu touchées par la crise, augmentent le chiffre de leurs appels au marché des capitaux.

Émissions de titres à revenus fixes : valeurs du Trésor et titres garantis et des Compagnies de chemins de fer (en milliers de francs).				
NATURE DES VALEURS	1921	1922	1923	1924
Rentes				
Valeurs du Trésor (1) .	22.946.675	8.898.000	7.842.000	3.613.000
Emprunts coloniaux . .	275.000	42.000	361.850	85.804
» des départe- ments et des villes. .	2.164.695	272.450	443.091	
Groupements sinistrés.	2.036.254	2.167.319	2.633.661	
Crédit National	3.000.000	8.000.000	5.000.000	1.632.000
Chem. de fer français .	3.207.278	2.560.559	2.125.335	2.428.984
Total.	33.629.902	21.940.328	16.405.137	7.759.788

Mais, dès 1923, les affaires reprennent, les valeurs émises par les sociétés privées dépassent de 1 milliard les chiffres de l'année précédente. Le désir d'ajuster leur capital social au prix déprécié du franc a incité les sociétés à procéder à des augmentations de capital. D'autre part, la dépréciation de notre franc favorisant les exportations plusieurs sociétés commerciales importantes se sont fondées.

Parmi les sociétés ayant plus particulièrement fait appel à l'épargne en 1923 citons : la Société Alsacienne de Constructions Mécaniques, les Foyers et Aciéries du Nord et de l'Est, les Foyers et Aciéries de Pompay, la Compagnie Générale Transatlantique, l'Union d'Electricité, la Compagnie Générale de T.S.F., la Société Electro-câble.

Les émissions privées augmentent encore, mais très légèrement, en 1924. Si l'on compare ce phénomène à la réduction des emprunts gouvernementaux, on peut y voir le signal du passage du retour progressif de l'épargne vers les placements productifs, c'est-à-dire de l'abandon définitif des méthodes économiques et financières de guerre et le retour vers une économie normale.

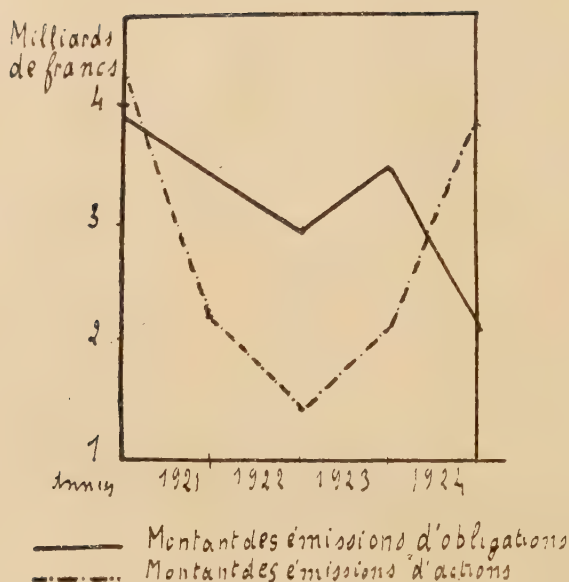
(1) Produit net. Renouvellements et remboursements exclus.

Une transformation de notre marché est à noter en ce qui concerne les emprunts coloniaux. Ces derniers comptaient pour une part importante dans nos émissions d'avant-guerre. Or, il n'est pas émis un seul emprunt colonial de 1914 à 1920. 275 millions de *valeurs* coloniales sont souscrites en France en 1921; mais, dès 1922, ce chiffre tombe à 42 millions. Par contre, durant l'année suivante, un gros emprunt algérien 6 % de 300 millions $1/2$ est lancé sur le marché français. L'année 1924 enregistre une nouvelle baisse très sensible dans le chiffre de ces émissions; ces valeurs sont d'ailleurs souvent offertes à un taux d'intérêt plus élevé encore que celui des valeurs de la métropole.

Relativement à la proportion des actions et des obligations dans le chiffre des valeurs émises, deux périodes sont encore à considérer. Pendant la première, ce sont les valeurs à revenus fixes, les obligations qui ont la faveur des épargnants; ceux-ci ont perdu la confiance illimitée dans l'avenir de l'industrie qui avait marqué le début de l'année 1920. De plus, nombre d'entreprises qui avaient exagérément augmenté leur capital après l'armistice se trouvèrent gênées lorsqu'elles eurent à rémunérer leurs prêteurs. Elles eurent besoin de nombreux fonds de roulement; le placement d'obligations était la forme la plus appropriée pour se procurer ces ressources.

Aussi le rapport actions sur obligations passe de 1,07 en 1920 à 0,7 en 1922 et à 0,5 en 1923; et encore, pour cette dernière année, un tiers environ des émissions d'actions, soit 375 millions de francs, sont utilisées pour la constitution de sociétés.

Ce chiffre de capitaux servant à la constitution de sociétés restera à peu près le même en 1924, mais le rapport actions sur obligations variera. Sur un total de 5 milliards 332 millions de valeurs émises, 2 milliards 275 millions sont employés à souscrire des actions. Les augmentations de capital-actions ont donc été très nombreuses : le taux de capitalisation des obligations devient en effet exagérément élevé pour les sociétés et risque de leur imposer des charges trop lourdes pour l'avenir. Et puis, après deux années de délaissement des valeurs à revenus variables, le public reprend goût pour la spéculation et s'intéresse plus à l'augmentation de valeur de son capital qu'au revenu même élevé de ce capital, revenu dont la valeur réelle peut devenir négligeable, en cas de nouvelle dépréciation du franc. Son calcul s'est révélé juste puisque, en mars 1924, nous assistons à un effondrement de notre monnaie.



L'amélioration du rapport actions sur obligations se poursuivra par la suite de plus belle :

Le chiffre des actions émises est plus du double de celui des obligations et, en 1924, parmi ces actions, la très grande majorité a servi à des augmentations de capital.

L'industrie ayant toujours besoin de ressources nouvelles par suite de la hausse constante des prix, préfère intéresser directement les capitalistes aux risques de l'entreprise. Mais il est à craindre que l'exagération de cette méthode d'emprunts ne conduise dans l'avenir les sociétés aux risques dangereux de la surcapitalisation.

Comme l'a fait remarquer M. Lescure, ces transformations n'ont rien d'anormal; aujourd'hui comme autrefois, le public s'est tourné vers les valeurs à revenus fixes aux années d'essor productif, et les a délaissées dans les périodes de marasme. C'est donc seulement la fréquence de ces transformations qui a changé.

Et cependant, au cours de ces dernières années, le volume global des titres à revenus fixes s'est maintenu très supérieur à celui des titres à revenus variables, puisque sur 100 milliards de valeurs émises sur le marché français de 1921 à 1924, les

premiers représentent 89 milliards 500 millions. Un revirement de la situation semble par contre imminent.

Notre œuvre de restauration est à peu près terminée et, compte tenu de la dépréciation monétaire, nous semblons très nettement revenir aux tendances du début du siècle.

Les mouvements des Cours des Valeurs Mobilières depuis l'Armistice

Les remarques que nous avons faites lors de l'examen des variations des cours des valeurs mobilières pendant la guerre s'appliquent avec la même vérité aux *mouvements* de ces valeurs depuis l'armistice.

D'une part, les titres à revenus fixes manifestent une tendance de plus en plus marquée à la baisse à mesure que s'élève le taux de l'intérêt et que se déprécie notre unité monétaire.

Les fonds d'Etat et les obligations de Chemins de fer, à l'encontre des obligations industrielles, qui ne sont pas susceptibles de s'améliorer du seul fait de la prospérité économique, ont été, bien entendu, les plus dépréciés. Notre grand fonds national, le 3 % perpétuel qui se maintenait encore à 61.55 le 31 décembre 1918 est tombé aujourd'hui (cours du 1^{er} octobre 1925) à 47,25; la chute est encore beaucoup plus forte pour les rentes 5 % 1915 et 1916, puisque leur valeur s'affaisse entre les deux dates précitées de 88,30 à 57,35. Le 5 % amortissable 1920 conservera par contre une tenue beaucoup plus brillante que les rentes perpétuelles : il oscille à l'heure actuelle dans les environs de 75 francs; c'est une nouvelle justification de la règle, déjà signalée, d'après laquelle l'amortissement a pour résultat d'alimenter le cours des valeurs vers leur nominal.

L'amortissement très rapide de nos obligations industrielles émises depuis la guerre explique également leur bonne tenue sur le marché.

Bien entendu, les nombreux titres émis depuis la guerre et garantis par l'Etat ont subi, bien qu'à des degrés différents, les contre-coups de notre pénible situation monétaire.

Les valeurs à revenus variables ont symbolisé très nette-

ment, par leurs variations, les périodes d'activité économique ou de marasme de nos industries nationales.

Il y a lieu cependant de classer à part les actions des sociétés établies en territoires occupés; déjà très appréciées à la fin de la guerre, leurs cours s'élèvent par bonds vertigineux en 1919 et en 1920, alors que tous ont confiance dans le relèvement de nos industries éprouvées par la guerre : ainsi les actions de Denain-Anzin s'envolent de 1.350 en décembre 1918 à 1.980 en 1919 et à 3.600 en 1920; l'action Fives-Lille s'est améliorée de 1.500 points le 31 décembre 1919 par rapport à l'année précédente et enregistre un nouveau bond en avant de 700 points dans les quatre premiers mois de 1920. Leurs cours se maintiendront dans la suite supérieurs dans l'ensemble à ceux des entreprises non sinistrées.

D'ailleurs, dans les premiers mois qui suivent l'armistice et jusqu'à avril 1920, toutes les actions des sociétés industrielles, quelles qu'elles soient, furent très recherchées; leurs cours progressèrent sensiblement, bien qu'à des proportions inférieures à celles des sociétés sinistrées : de décembre 1918 au 30 avril 1920, l'action du Creusot, par exemple, gagne 1.480 points.

Mais, dès le mois de mai 1920, la stagnation des affaires réagit brutalement sur les cours de nos actions; celles-ci subiront des dépréciations très importantes qui s'aggraveront sans cesse jusqu'au 1^{er} mars 1922.

L'ampleur de ces mouvements en sens inverse peut être mise en lumière par les chiffres suivants, en donnant la valeur 100 à la moyenne des cours de 17 valeurs (1) de sociétés métallurgiques, de constructions mécaniques ou d'automobiles au 31 décembre 1919, on constate que les cours moyens au 30 avril 1920, 31 décembre 1920 et 31 décembre 1922 sont respectivement de 112,55, 53,65 et 46,35.

Il faudra attendre le second semestre de 1922 pour assister à une reprise des cours des valeurs à revenus variables. A ce moment d'ailleurs, la hausse des valeurs sera assez fictive et reflètera beaucoup plus la dépréciation du franc que le renouveau d'activité économique cependant indéniable.

Mais la forte hausse des cours de nos actions industrielles, commerciales et de banques à laquelle on s'attendait fut très

(1) Denain-Anzin, Creusot Marine et Homécourt, Longwy, Micheville, Forges et Aciéries du Nord et de l'Est, Commeny-Fourchambault, Normande de Métallurgie, Fives-Lille, Decauville, Dietrich, Hotchkiss, S.O.M.V.A., Peugeot, Bellanger, Chenard et Walker, Gnôme et Rhône.

atténuée, en 1923, par la gêne économique qui résulta de l'occupation de la Ruhr.

Avant de se lancer dans des opérations boursières où commerciales de grande envergure, nos capitalistes préféraient attendre les résultats de notre politique de pression sur les Allemands.

Notre industrie métallurgique et celles qui sont ses clientes subirent plus directement que toutes les autres branches de l'activité nationale le contre-coup de la politique dite de résistance passive adoptée par l'Allemagne, le 11 janvier 1923, et principalement de l'arrêt presque complet des expéditions de coke qui en a été la conséquence. Sur 116 hauts fourneaux en activité au 1^{er} janvier 1923, 39 ont dû être bouchés et la production de fonte était tombée, en mars, à 60 % de ce qu'elle était au 1^{er} janvier.

Les bénéfices que réalisèrent les entreprises furent donc très diminués, d'autant plus qu'aucun licenciement de personnel ne fut effectué, même dans les régions où les usines étaient totalement arrêtées, par suite de la suppression des arrivages de coke allemand.

Malgré cela, la hausse des cours des actions pour les 17 valeurs que nous envisageons fut de 40 % en 1923; elle est de 36 % pour le compartiment des actions de banques (1), de 25 % pour les actions de chantiers navals (2).

C'est que, en dépit de tous les événements qui peuvent entraver plus ou moins notre prospérité économique, le public, devant l'avitilissement persistant du franc, s'est retourné décidément vers les valeurs à revenus variables. Malheureusement, le marché de ces valeurs est très étriqué en France, par suite du peu d'importance des émissions d'actions depuis le début de la guerre, relativement aux émissions de titres à revenus fixes. Mais, devant l'intensité de la demande et sous l'influence d'une spéculation effrénée, les valeurs à revenus variables enregistrèrent des hausses hors de proportion avec leur valeur réelle.

Le capitaliste veut avoir dans son portefeuille des actions susceptibles d'acquérir une plus-value dont il vivra au jour le jour.

(1) Banque de France, Banque de l'Algérie, Crédit Foncier de France, Crédit Lyonnais, Comptoir National d'Escompte, Banque de Paris, Banque de l'Union Parisienne, Compagnie Algérienne.

(2) Ateliers et Chantiers de France, Ateliers et Chantiers de la Loire, Forges et Chantiers de la Méditerranée, Chantiers et Ateliers de la Gironde, Chantiers et Ateliers de St-Nazaire.

Mais les chances de prospérité de l'industrie ne sont pas aussi nombreuses que les épargnants semblent à l'heure actuelle le supposer. Le nombre des entreprises qui contiennent en elles le germe d'un développement fécond est peu élevé.

De nombreux capitalistes l'ont appris à leurs dépens après la revalorisation de notre franc en mars 1924; les pertes subies par la spéculation ont été alors considérables puisque, pour 37 valeurs du parquet et 19 de la coulisse à terme, la moins-value à la liquidation de fin mars 1924 a atteint 3 milliards 94 millions pour les premières et 1 milliard 48 millions pour les secondes.

L'engouement du petit épargnant, tout particulièrement pour les actions, vient de ce que, à son point de vue, l'action, représentative de valeurs réelles, ne peut pas subir le contre-coup des dépréciations monétaires. De fait, théoriquement, si la quantité des moyens de paiement augmente, la valeur exprimée en monnaie, de la portion d'actif que représente cette action augmente dans une certaine proportion, correspondant au nouvel avilissement de l'unité monétaire.

Supposons une société de constructions mécaniques au capital de X millions réparti en Y actions de 500 francs. Le porteur d'une action possède une part Z de l'usine, part complètement indépendante de la valeur de la monnaie. Si les prix s'élèvent, la part d'usine que possède le porteur verra sa valeur s'élever à un niveau très supérieur à celui auquel elle était estimée lors de la constitution de la société.

Cette façon de raisonner sur les valeurs à revenus est malheureusement contraire à la réalité. Nous avons déjà montré que la valeur capital des actions d'avant-guerre est loin d'avoir suivi la courbe ascendante des prix, de même que les dividendes versés aux actionnaires n'ont pas été multipliés, loin de là, par le coefficient d'augmentation des prix de vente des produits.

Enfin, les capitalistes, hypnotisés par l'idée du profit à réaliser sur les variations des cours, ne semblent concevoir comme possible qu'une nouvelle dépréciation monétaire. Ils refusent d'envisager le cas d'une reprise du franc dans un avenir rapproché. Un redressement de notre unité monétaire est cependant parfaitement concevable, si le Gouvernement se décide à pratiquer une sage politique de stabilisation monétaire.

Toujours est-il qu'en pareil cas, les porteurs d'actions se trouveraient dans une situation sinon critique, du moins beau-

coup moins avantageuse que les porteurs d'obligations ou de fonds d'Etat. Tout d'abord parce qu'une crise ne manquerait pas de se produire; ensuite parce que les intérêts servis aux obligataires seraient très supérieurs aux dividendes que pourraient verser à leurs entreprises les actionnaires. Le tableau suivant (1) indique le rendement réel des principales valeurs garanties par l'Etat français, au cours du 8 novembre 1924 :

DÉSIGNATION DES VALEURS	Valeurs rembour- sement	Période d'amortisse- ment	Cours	Intérêt du capital engagé %	Prime de rembour- sement %	Total
Département de l'Aisne, 6 1/2 %	500	1924-1953	385	8,44	1,06	9,50
Départem. de la Marne, 6 1/2 %	500	1924-1953	390	8,33	1	9,33
Département du Nord, 1921 6 %	500	1923-1952	360	8,33	1,39	9,72
Départ. de la Somme, 6 1/2 %	500	1924-1953	375	8,66	1,19	9,85
Ville d'Albert, 6 % . .	500	1922-1951	405	7,44	0,85	8,29
» de Reims, 6 % . .	500	1922-1951	385	7,83	1,08	8,91
» de St-Quentin, 6 % .	500	1923-1952	360	8,19	1,35	9,49
» de Mulhouse, 6 % .	500	1923-1952	346	8,60	1,58	10,18
Reconstitution immobi- lière, 6 %	500	1923-1952	250,5	8 55	1,52	10,07
Reconstitution immobi- lière, 6 1/2 %	500	1924-1953	358	9,07	1,41	10,48
Houillères du Nord, 6 % .	500	1922-1953	359	8,35	1,40	9,75
Outillage sinistr., 6 1/2 % .	500	1924 1953	375	8,33	1,18	9,51
Saint-Gobain, 6 % . . .	500	1922-1951	471	6,36	0,21	6,57
Union Soissonnaise, 6 % .	500	1924-1953	355	8,45	1,45	9,90
Usines sinistr., 6 1/2 % .	500	1922-1951	370	8,44	1,34	9,78
Sinistr. del'Oise, 6 1/2 % .	500	1924-1953	367	8,85	1,10	9,75
Coril Fives-Lille, 6 % . .	500	1923-1952	368	8,15	1,28	9,43

Pour le moment, et en attendant que la situation financière de la France s'améliore, notre législation ne semble malheureusement pas vouloir favoriser les porteurs d'obligations. Les atteintes portées au droit des obligataires à l'avantage des sociétés sont venues encore empirer la situation, sur le marché, des titres à revenus fixes. Les récentes lois déno-

(1) M. Germain MARTIN (*Europe Nouvelle*).

tent une doctrine bien relâchée en matière de cessations de paiements et semblent s'ingénier à favoriser les débiteurs. Les obligataires n'ont pas oublié les abus qui ont été commis pendant la guerre sous le couvert du régime transactionnel.

Dans ces conditions, les chiffres suivants ne sauraient nous surprendre; d'après les indices des cours des valeurs à la Bourse de Paris établis par la Société de Statistique Générale de la France, en observant mensuellement les cours de 5 valeurs à revenus fixes réparties en douze groupes, les indices entre 1919 et 1924 s'établissent comme suit (en prenant la base 1901-1910 = 100) :

1919	76
1920	68
1921	65,5
1922	68,2
1923	66,7
1924	59,9

La perte qu'a subie le portefeuille sur les obligations ou les titres de rente français ne consiste pas seulement en une différence arithmétique. Il faut encore ajouter une dévalorisation qui ramène la valeur or de ces éléments de la fortune privée à 13 ou 14 % de leur valeur d'avant-guerre.

L'ensemble des valeurs à revenus variables est, par contre, en progression très nette en 1924. Les chiffres suivants, également établis par la Société de Statistique Générale de la France, en observant mensuellement 190 valeurs réparties en 25 groupes, indiquent les indices des cours des valeurs à revenus variables de 1919 à 1924 en prenant pour base 100 la période 1901-1910 :

1919	157
1920	192
1921	145
1922	151
1923	219
1924	265

Les actions de Chemins de fer ont déchu jusqu'en 1921 et se sont relevées en 1923 et 1924, terminant toutefois à un niveau inférieur à celui de 1917, par conséquent moins élevé que celui d'avant-guerre.

Les envolées de cours les plus considérables réalisés de

1913 à 1924, concernent les produits chimiques, les houillères, les valeurs de navigation et d'électricité.

Ces dernières se sont même considérablement améliorées pendant ces toutes dernières années. Les actions de la Société d'Electricité de Paris sont passées de 940 au 31 décembre 1923 à 1.300 en fin 1924; celles de la Société Indochinoise d'Electricité se sont élevées, pendant l'année 1924, de 2.790 à 3.900. La vogue de ces valeurs est due à la prospérité remarquable des industries électriques; le champ d'utilisation de l'énergie électrique tend sans cesse à s'accroître; des perspectives magnifiques s'ouvrent à cette branche industrielle.

L'accroissement de valeur est, par contre, moins considérable pour les forges et les aciéries. Leurs indices d'ailleurs, dans la dernière année écoulée, est très légèrement supérieur à celui de 1913, mais inférieur à celui de la période 1917-1921.

Il faut cependant avouer que les derniers mois de 1924 ont vu une baisse générale de toutes ces valeurs.

REMARQUE. — Les dépréciations que nous constatons en France depuis 1914, en ce qui concerne les titres à revenus fixes, ne sont pas particulières à notre pays. Ces titres ont subi également une dépréciation plus ou moins forte en Belgique et en Suède.

Leur valeur nominale, qui est restée inchangée dans les Pays-Bas, s'est accrue au contraire en Angleterre, en Suisse et aux Etats-Unis. Cette augmentation s'est surtout produite de 1922 à 1923. Depuis 1923, une légère tendance à la baisse se fait jour, sauf aux Etats-Unis.

Le marché financier se trouve actuellement attiré par deux courants divers. L'abondance des disponibilités et l'engagement pris par le Gouvernement français d'abandonner la politique d'emprunts, sauf pour la consolidation de la dette flottante, agissent en faveur d'une reprise générale.

Par contre, une crise commerciale et industrielle nous menace, due à la concurrence éventuelle de l'Allemagne et à la pression que peuvent exercer sur nous les Américains et les Anglais, au cas où nous n'arriverions pas à nous entendre sur la question du règlement des dettes interalliées.

La solution des questions de politique extérieure doit être connue avant de pouvoir avancer un pronostic quelconque.

Les transformations du Marché des Capitaux et les Valeurs étrangères

Avant la guerre, les pays disposant de capitaux abondants trouvaient dans les placements à l'étranger un emploi lucratif de ces ressources.

La France, comptant parmi les Etats les plus riches en capitaux, approvisionnait en argent le monde entier. Chaque année, sur une moyenne de placement de 4 milliards, 2 ou 3 milliards étaient investis en titres étrangers; en 1912, sur un total de 115 milliards de valeurs mobilières possédées par les Français, les titres étrangers comptaient pour 42 milliards.

M. Leroy-Baulieu pouvait dire : « La France est la terre « bénie des emprunteurs; c'est le pays de Chanaan des Etats « besogneux. »

Quelles étaient donc les causes de ces prêts à l'étranger ?

Tout d'abord la différence du taux de l'intérêt. Le taux plus élevé dont bénéficiaient les fonds d'Etat étrangers donnait à ces titres un incontestable attrait auprès des épargnants; ainsi, alors que l'Etat français empruntait à 3 1/2 %, d'autres Etats consentaient 5 % et même plus d'intérêt.

Les sociétés privées étrangères, par contre, empruntaient sensiblement dans les mêmes conditions d'intérêts que les sociétés françaises. Mais si l'intérêt nominal était le même pour les deux catégories de valeurs, la prime d'émission était beaucoup plus forte pour les valeurs étrangères : l'intérêt réel dont profitait le capitaliste prêteur surpassait par suite de beaucoup l'intérêt indiqué sur les prospectus d'émission.

Nos épargnants s'obstinaient à ne pas vouloir comprendre que ces avantages n'étaient que la contre-partie des risques supplémentaires que courraient leurs capitaux placés à l'extérieur. La guerre se chargea de le leur montrer.

La déception des Français fut d'autant plus grande que beaucoup d'entre eux investissaient leurs disponibilités en valeurs étrangères dans un but de sécurité; l'éparpillement des épargnes était recommandé par les voix les plus autorisées

de France. M. Neymark n'écrivait-il pas à ce sujet en 1912 :
« La puissance financière d'un pays repose sur la masse qui
« produit et qui épargne, sur le morcellement des placements
« correspondant à la division des risques; cette division des
« risques est une nécessité pour tout individu qui, soucieux
« de ses intérêts, ne veut pas être à la merci d'un événement
« malheureux. »

Ces conseils furent suivis; c'est la recherche de la sécurité dans les placements qui explique les investissements de notre épargne en valeurs des pays neutres, et principalement en valeurs américaines, dont les sociétés émettrices semblaient à l'abri de tout conflit sérieux.

Deux autres mobiles enfin encourageaient nos épargnants à poursuivre leurs procédés de placements : en premier lieu, un mobile patriotique, tel fut le cas pour la Russie, ensuite la peur du fisc déjà réelle pendant les années qui ont précédé la guerre : les détenteurs de capitaux trouvaient ainsi un bon moyen de dissimuler leur fortune.

On ne saurait dénier l'utilité des investissements en valeurs étrangères. Notre Portefeuille de valeurs étrangères a été utilisé pendant la guerre pour le plus grand bien du pays. M. Lloyd George, en 1916, disait à la Chambre des Communes avec une pointe d'exagération : « Avec le Portefeuille de valeurs étrangères de la France et de l'Angleterre réunies, nous pourrions financer une guerre pendant vingt ans ! »

La première transformation de notre marché des capitaux, en ce qui concerne les valeurs étrangères, a été la diminution du volume de notre Portefeuille de titres étrangers au cours des hostilités. Pour combler les déficits résultant de nos achats à l'étranger, le Gouvernement français dut, entre autres moyens, réaliser les créances que nous possédions sur les pays dont nous devenions débiteurs : créances de comptes, créances de capitaux, de titres mobiliers et de coupons internationaux.

Nous touchons là à la question de la transformation de notre Portefeuille étranger depuis 1914. Ce dernier, avant la guerre, était constitué en majeure partie par des valeurs russes réparties en 11 milliards pour les fonds d'Etat et 2 milliards pour les actions et obligations des sociétés privées. Nous ne possédions que peu de valeurs britanniques, sauf en mines d'or. Mais, par contre, les Français détenant en quantités considérables des valeurs scandinaves, suisses, espagnoles,

italiennes, portugaises, beaucoup de valeurs autrichiennes, rentes de l'Etat austro-hongrois, actions et obligations de chemins de fer autrichiens, de banques, de mines et d'industrie d'Autriche-Hongrie. Notre Portefeuille était enfin abondamment pourvu de valeurs balkaniques ou de titres de l'Amérique Latine.

Mais, en réalité, la plupart de ces titres n'étant pas réalisables sur les marchés étrangers ne pouvaient concourir que faiblement à parer au déficit de notre balance commerciale; une grande partie d'entre eux était, par suite de négociations difficiles ou onéreuses, tels les titres des pays avec lesquels nous étions en guerre, ceux de nos alliés auxquels nous devons nous-même apporter notre concours financier, ceux de certains Etats de l'Amérique du Sud, gravement atteints par l'ouverture du conflit européen et obligés de promulguer des moratoria.

Nous ne possédions malheureusement que peu de valeurs internationales. Ces valeurs sont, en effet, beaucoup plus facilement négociables que les autres, car elles peuvent être vendues ou achetées sur un certain nombre de marchés. Ce n'est pas à dire qu'elles soient meilleures que d'autres, mais elles sont l'objet de spéculations. C'est uniquement aux conditions de leur origine qu'elles doivent leur caractère d'internationalité. Ainsi, les chemins de fer français sont plus productifs que les chemins de fer lombards; mais, tandis qu'il était difficile, avant la guerre, de vendre ou d'acheter rapidement et sans perte des actions de nos chemins de fer sur les places étrangères, on pouvait négocier avec la plus grande facilité les titres de chemins de fer lombards à Paris, Bruxelles, Amsterdam, Berlin, Londres et Vienne.

Citons encore « l'Extérieure Espagnole » à la fois négociable sur les marchés de Londres, de Paris et de Berlin. Les inconvénients de la faible proportion de valeurs internationales que nous détenions en 1914 fut encore aggravée, au début de la guerre, par les diverses réglementations du marché mises en vigueur par les pays belligérants. Le marché de Londres, par exemple, avait été fermé dès les premiers jours des hostilités aux porteurs non Anglais; par mesure de faveur, ce marché sera ouvert en 1916 aux porteurs Français; ces derniers purent également, après 1915, négocier des titres à New-York.

D'après l'*Annalist*, la vente des valeurs américaines à

New-York pour compte européen a été de 1 million de dollars par jour au cours des hostilités. Car, non seulement la France, mais tous les pays belligérants recoururent au procédé de la vente de leurs titres étrangers pour payer leurs dettes à l'extérieur.

En Angleterre, le chancelier de l'Echiquier fit, dès 1915, un appel pressant aux détenteurs de titres américains, dans le but de se procurer des disponibilités à New-York. Le chancelier fixait quotidiennement le prix d'achat de ces titres, qu'il payait aux vendeurs en bons à cinq ans.

En France, M. Ribot envisagea d'une autre manière la mobilisation de notre Portefeuille de valeurs mobilières étrangères. Il n'offrit pas à leurs détenteurs l'achat direct de ces titres par le Trésor français, mais leur en demanda le prêt, avec faculté pour le Trésor de les racheter le cas échéant.

Cette dernière clause se comprend parfaitement, car les titres prêtés devaient être mis en gage dans les pays neutres qui, en échange, nous consentaient des avances; or, la faculté de réalisation est une condition *in extremis* du gage. L'Etat français usera, largement du reste, de cette faculté de rachat, puisque par le décret du 15 mars 1919 le Trésor décida de racheter tous les titres qui lui avaient été prêtés, à l'exception des actions et obligations nord-américaines, des actions de chemins de fer espagnols, du Rio-Tinto, des actions de capital et de jouissance du Canal de Suez, des parts de la Société Civile de Suez, et des actions de Beers.

Le prêteur pouvait opter entre deux prix de rachat : ou bien le cours de Bourse le plus élevé du titre pendant le semestre écoulé, ou bien le prix minimum inscrit au *Journal officiel* des 5-24 mai, 21 juillet 1916 et 25 janvier 1917, majoré des intérêts acquis au 15 mars 1919, jour de l'annonce du rachat.

Le montant des titres prêtés à l'Etat fut peu important en comparaison de ce qu'il aurait pu être; la généralité des titres recommandables des pays neutres avait été cependant admise au prêt; l'*Economiste Français* du 3 juin 1916 évaluait à 8 ou 10 milliards la valeur de ces titres.

Des avantages considérables avaient été consentis aux prêteurs; outre le revenu même des titres et le bénéfice du change, une majoration de 25 % du montant du revenu brut annuel, sans bénéfice de change, leur était accordée; pour les actions, la bonification annuelle était calculée sur le dividende de l'exercice précédent.

La méfiance peut seule motiver pareille abstention.

Il faut tenir compte qu'une grosse partie de notre Portefeuille, ainsi que nous l'avons déjà vu, émanait de pays à change déprécié par rapport au nôtre et de pays ennemis, et était inutilisable dans la circonstance. De plus, de nombreux porteurs de titres négociables ne s'en sont pas dessaisis, malgré les hauts cours cotés en Bourse; ils préféraient profiter des profits qui résultaient pour eux du taux élevé du change, lors du paiement de leurs coupons.

L'importance de la réduction de notre Portefeuille étranger depuis 1914 a été évaluée à environ 5 milliards, soit 1/8^e du total des valeurs étrangères détenues par les Français.

Quelles transformations la guerre a-t-elle apporté au régime des émissions de valeurs étrangères en France ? Les chiffres répondent à cette question de la façon la plus claire. La proportion des placements des titres étrangers par rapport aux émissions des sociétés françaises s'établit comme suit :

1913	72 %	1919	3,30 %
1914	44,3 %	1920	0,59 %
1915	0,013 %	1921	1,76 %
1916	0,87 %	1922	0,49 %
1917	0,85 %	1923	15 %
1918	0,22 %	1924	8 %

La transformation est donc appréciable. Certes, la loi de 1916 réglementant les émissions et la loi de 1918 sur l'exportation des capitaux ont joué un rôle important dans cette transformation pendant la période de guerre.

Elles n'expliquent pas la faiblesse des émissions de titres étrangers depuis l'armistice.

C'est ailleurs qu'il faut chercher la véritable cause de la diminution des émissions étrangères en France depuis 1914. Avant la guerre, la balance des comptes de notre pays présentait un solde entièrement favorable. Chaque année, les sommes provenant de l'excédent de l'actif sur le passif de la balance des comptes pouvaient être employées à des prêts à l'étranger; et en fait, elles étaient exportées en échange des titres remis par les emprunteurs. Ceux-ci venaient solliciter sur notre marché les capitaux qui leur manquaient. Les sommes qu'ils demandaient à l'épargne leur étaient offertes avec d'autant plus de facilité que les Banques, pour satisfaire aux demandes

de leur clientèle, cherchaient, de par le monde, des emprunteurs consentant à payer un intérêt élevé et à donner des garanties, sans négliger pour cela leur intérêt propre, puisqu'elles touchaient de fortes commissions pour le placement de ces emprunts.

Les catégories d'emprunteurs se sont, elles aussi, profondément modifiées dans les dix dernières années. Auparavant, les émissions de fonds d'Etats étrangers étaient très supérieures à celles des sociétés privées sur notre marché, bien que les participations financières à l'étranger ne fussent pas négligées par les capitalistes français. M. Colson mentionne, dans son cours d'Economie Politique, que les valeurs étrangères figurant à la cote de la Bourse de Paris, au 31 décembre 1913, comprenaient 230 fonds d'Etats. Quelques semaines encore avant l'ouverture des hostilités un emprunt ture de 500 millions était émis sur le marché français.

Or, aucun emprunt de Gouvernements étrangers n'est plus émis en France de 1915 à 1922. Il faudra attendre 1923 pour voir trois emprunts en fonds d'Etats étrangers offerts sur le marché de Paris : l'un d'eux, d'un montant nominal de 400 millions de francs français, fut contracté par la Belgique au taux de 6 1/2 %; un autre, d'un montant nominal global de 7 millions 500 mille livres sterling, représente la tranche française de l'emprunt roumain de consolidation 4 % libellé en livres sterling; le dernier, de 650 millions de couronnes-or autrichiennes, a été émis au taux de 6 1/2 %.

Par contre, quoique très inférieures à ce qu'elles étaient avant l'ouverture des hostilités, les émissions d'actions et d'obligations des sociétés privées étrangères sont devenues beaucoup plus importantes que celles des fonds d'Etats.

C'est en 1915 une émission de 50 millions d'obligations de la Compagnie du Canal de Suez; en 1917, une émission d'actions de la Société Espagnole de Constructions Electro-Mécaniques, fondée par une association d'industriels français, belges et espagnols, au capital de 25 millions de pesetas, etc...

Nous relevons enfin une très heureuse transformation dans la proportion des actions et des obligations étrangères émises en France. Autrefois, nos capitalistes soutenaient les entreprises étrangères en souscrivant principalement aux émissions d'obligations faites pour le compte de ces sociétés. Et naturellement, ils ne prenaient aucune part à la direction ni à l'administration, en un mot à la marche générale de

l'entreprise. Le principal pour eux était que les cours ne baissent pas trop et que l'intérêt de leur argent leur fut régulièrement versé. Combien plus intelligente était la méthode de placement des Allemands; ces derniers, lorsqu'ils investissaient des capitaux en valeurs d'entreprises situées en dehors de leurs frontières, portaient leur choix sur les actions. Intéressés directement à la prospérité de la société, ils imposaient leurs directeurs et leurs sous-ordres à tous les degrés de la hiérarchie; puis, une fois maîtres de l'industrie recherchée, ils écoulaient subrepticement les actions qui leur avaient servi à mettre la main sur l'affaire.

Cette question des placements détermina Lysis à publier dans la *Grande Revue* une série d'articles où il attaquait violemment la politique de nos établissements de crédit, relative aux placements en valeur étrangères et où il dénonçait l'escroquerie russe. Il accusait nos grandes banques de ne rien faire pour favoriser le développement des placements en actions; il ajoutait : « On oublie que l'argent d'une nation « n'est pas une marchandise comme une autre; les capitaux « sont un des éléments les plus actifs de la force nationale « et de la direction à donner à l'épargne doit être étudiée en « tenant compte de l'avenir du pays et de son développement. »

Il est à souhaiter, au point de vue français, que nos capitalistes ne reviennent pas à leurs errements d'autrefois, et tiennent à prendre une part active à la marche des entreprises qui, sans le secours de leurs capitaux, seraient réduits à l'impuissance.

Les variations des cours des Valeurs étrangères depuis la guerre

Les cours des valeurs étrangères présentent dans leur ensemble des allures dissemblables suivant qu'on examine leurs transformations successives pendant la période 1914-1918 ou pendant celle qui va de l'armistice à nos jours.

Pendant la guerre, le niveau des changes s'est maintenu voisin du pair; on put craindre, en 1915, qu'une chute précipitée du franc ne vint prendre au dépourvu, sinon ruiner, ceux qui avaient des paiements à effectuer à l'étranger. Pour parer à cette dangereuse situation, d'importants accords franco-anglais furent conclus le 11 avril 1916. Grâce aux ouvertures de crédit qui nous furent alors consenties, le change s'améliora constamment jusqu'à l'armistice, puisqu'en novem-

bre 1918 l'écart entre le franc français et le dollar ne dépassait pas 5 % et la prime de la livre sterling se maintenait à 3 %.

Mais, sitôt la guerre finie, les Trésoreries anglaises et américaines cessèrent de consentir leurs avances. M. Keynes, délégué de la Grande-Bretagne, signifia ce refus en invoquant la nécessité pour son pays de régler ses dettes aux Etats-Unis. A la suite d'un abandon aussi brutal qu'imitèrent d'ailleurs les Etats-Unis, la livre monta; son cours moyen s'établit à 52 fr. 70 pour l'année 1920, elle est légèrement descendue à 51 fr. 74 en 1921; mais, dans les trois dernières années, elle a été en hausse constante, atteignant 54 fr. 56 en 1922, 57 fr. 75 en 1923 et 85 fr. 27 en 1924.

Les mêmes variations se constatent pour le dollar et le peseta, le franc suisse, etc...

La monnaie française s'est améliorée, au contraire par rapport à la lire italienne et au franc belge. Les cent francs belges s'abaissent de 104 fr. 97 en 1920 à 88 fr. 74 en 1924; par contre, la lire italienne, elle est en progression constante depuis 1920.

En présence des bouleversements des changes, la Bourse distingua les fonds libellés en monnaie dépréciée et ceux libellés en monnaie qui fait prime.

Le marché des valeurs des pays à monnaie appréciée restera dès lors sous la dépendance étroite des cours; le groupe des valeurs dites à change deviendra un des plus spéculatifs de la cote. La parallélisme est frappant entre les cours des devises et ceux des valeurs libellées payables en ces devises, bien que l'amplitude soit moindre pour les seconds. Ce fait est surtout remarquable pour les pays neutres. Pour les autres, en effet, le synchronisme des variations du change et des cours des valeurs est moins régulier, car les événements politiques viennent souvent dérouter les courants de la spéculation.

Ainsi, le 15 avril 1920, on enregistre les cours suivants :

Peseta 290.
Florin hollandais 620,50.
Livre sterling 66,53.
Couronne suédoise 375,50.
Extérieure espagnole 4% 229.
Rente hollandaise 3 % 1896 130.
Egypte unific 4 % 193.
Rente suédoise 3,60 1887 600.

La prime, par rapport aux cours de 1914, est de 190 % pour la peseta et 30 % pour l'extérieure espagnole; les chiffres correspondants pour la Hollande sont 198 % et 30 %, 163 et 93 % pour l'Angleterre et 188 et 20 % pour la Suède.

Le même phénomène peut aussi bien être constaté en comparant les cours du change et celui de ces valeurs payables en monnaies étrangères en 1923 et 1924. M. Bourbeau, en donnant la valeur 100 à la moyenne des cours de 7 fonds d'Etats de pays différents libellés en monnaie appréciée par rapport au franc, a évalué à 157 la valeur moyenne de ces titres en 1923 et à 178 en 1924; or, les cours moyens du change pour quatre principaux pays considérés s'établissent comme il suit pour les trois dernières années considérées :

Années	Livres sterling	Peseta	Couronnes suédoises	Florin hollandais
1922	54,56	190,06	322,8	475,64
1923	75,75	238,43	440,8	648,26
1924	85,27	256,83	512,0	736,23

Le parallélisme des cours est ainsi bien établi. Les mêmes constatations peuvent être faites pour les fonds libellés en monnaie dépréciée par rapport au franc.

Cependant, les cours se ressentirent parfois ces années dernières des procès que durent intenter les propriétaires de ces titres aux sociétés débitrices au sujet de la clause du paiement en or, stipulée par les débiteurs à leurs créanciers pour les garanties contre les risques de dépréciation monétaire. Certains Etats sud-américains ont discuté le privilège qu'ils avaient accordé à leurs prêteurs au moment de l'émission pour attirer les capitalistes étrangers, de telle sorte que la clause se retournait contre les prêteurs à change actuellement avarié. Les procès de ce genre aboutirent tous à la condamnation des sociétés. Le jugement rendu en novembre 1921 à la suite du procès élevé par un comité d'obligataires à la « Banco el hogar argentina » vint consacrer le respect des contrats; le litige était basé sur l'interprétation des mots inscrits sur les titres de ladite société « payables, soit en France à vue à Paris, soit en pesos à Buenos-Ayres », les créanciers français ayant l'option du lieu d'encaissement. Il fut jugé qu'il s'agissait là d'une obligation ayant pour objet un certain fonds d'or, et

non pas d'une obligation alternative au sens des articles 1189 et 1190 du Code civil, dont l'exécution serait laissée au choix du débiteur.

Le procès des obligataires du Suez et du Crédit Foncier franco-canadien fut tranché également à l'avantage des créanciers.

Ces décisions donnèrent une impulsion nouvelle à la vogue déjà grande dont jouissaient ces valeurs auprès des épargnants.

A la Bourse, ce compartiment de valeurs connu, ces dernières années, une activité énorme grâce aux demandes de l'arbitrage. De plus, des Etats neutres, tels que l'Espagne, ont profité des avantages de leur change pour rapatrier les charges qui résultaient pour eux du paiement des intérêts et de l'amortissement des titres.

CONCLUSION

Nous déduisons de cette étude que notre marché des capitaux est actuellement dominé tout entier par la question de la valeur de notre monnaie.

Les valeurs à revenus variables sont recherchées parce que, d'après une opinion communément répandue, elles ne doivent pas se déprécier avec l'avilissement de notre unité monétaire.

Les valeurs étrangères ont la faveur des capitalistes parce que des intérêts ou des dividendes, payés en monnaies étrangères faisant prime sur notre monnaie, croissent au fur et à mesure de la dépréciation de cette dernière.

La pratique de la spéculation s'est régularisée, qui fait acquérir des valeurs, non pour leur rapport, mais afin de réaliser des différences. L'épargnant s'est transformé en joueur, situation des plus graves, non seulement parce qu'elle le détourne du travail, mais encore parce qu'elle l'éloigne des placements en valeurs à revenus fixes, seule modalité cependant qui permette l'assainissement de la situation financière de l'Etat.

Cette situation devient alors dangereuse, car les emprunts de consolidation sont nécessaires. Or, comment les réaliser si les valeurs à revenus fixes sont délaissées ?

Un emprunt or 4 % avec garantie de change vient d'être émis. On a pu espérer qu'il allait apporter un remède à la situation critique de nos finances et de notre monnaie.

L'emprunt en cours ne semble malheureusement pas avoir l'immense succès que l'on pouvait espérer, étant donné les conditions avantageuses qui lui étaient faites. C'est que le passé est peu encourageant.

Le porteur de rentes a été le plus touché depuis dix ans; on lui paie le quart, le tiers ou la moitié seulement de ce qu'on lui doit et lui a promis.

On ne devrait donc le troubler en aucune manière. Or, les porteurs de la nouvelle rente, dont les arrérages sont stipulés payables en francs-or, seront considérablement avantagés par rapport à ceux qui ont fait confiance à l'Etat en lui remettant leurs disponibilités de 1914 à 1920.

En toute justice, il faudrait que tous ceux qui possèdent des fonds d'Etat puissent bénéficier du paiement d'intérêts d'après la nouvelle modalité or.

Mais, pour faire face à ces charges, il faudrait aussi que les impôts soient également établis sur la base or et que les contribuables aient la possibilité de les régler.

C'est tout le problème de la dévaluation qui est posé. Nous ne saurions l'étudier ici. Les partisans de la dévaluation entrevoient tous les avantages de cette pratique sans retenir la complexité des répercussions d'une telle mesure !

Les porteurs de rentes anciennes, comme d'ailleurs tous les détenteurs de titres à revenus fixes ont donc beaucoup à craindre de l'avenir puisque dans tous les cas ils semblent devoir être sacrifiés.

Les rentiers d'abord se rendent compte de l'imminence du conflit entre les contribuables et eux-mêmes. M. Caillaux répète, en effet, qu'une politique d'amortissement est indispensable; c'est évidemment la base de tout plan d'assainissement de nos finances publiques; mais, pour son application, il faudra encore créer de très lourds impôts nouveaux. Il y a une limite à la capacité de paiement des contribuables. Il sera, en tous cas, bien difficile de les faire consentir à acquitter des charges supplémentaires considérables pendant une période d'amortissement minimum de 75 ans.

Une nouvelle aggravation d'impôts risque de paralyser pour longtemps tout développement économique en France. Nos capitalistes, déjà lourdement gênés, n'ont pas lu sans appréhension l'exposé des motifs du projet de budget de 1926, d'après lequel le caractère progressif de l'impôt général sur le revenu sera accentué de façon à en porter le taux moyen à 40 % pour les grosses fortunes.

Ainsi pour les valeurs mobilières seulement, par l'accumulation du droit de transmission, de l'impôt cédulaire et

de l'impôt général sur le revenu, le fisc prélèvera plus de 60 % du montant du coupon.

La diminution des disponibilités à confier à l'industrie préoccupe à bon droit les chefs d'entreprise en France. Les capitalistes ne manqueront, lorsqu'ils leur prêteront de l'argent, d'attirer leur attention sur le peu d'importance de leur revenu réel. Et alors c'est une nouvelle hausse du taux de l'intérêt.

Enfin, le problème des dettes interalliées ne semble pas sur la voie du règlement final. Quelle sera l'attitude de nos créanciers dans l'avenir ?

N'en viendront-elles à un moyen de contrainte pour obtenir de nous des paiements que nous sommes dans l'impossibilité matérielle de leur donner et alors c'est la dégringolade du franc !

Nos capitalistes ne l'oublient pas. Ils craignent de partager, dans quelques années, le sort des titulaires allemands de créances sur les sociétés et sur l'Etat, tel qu'il fut réglé par les deux lois promulguées le 16 juillet dernier : tout obligataire, tout porteur de fonds publics subit deux amputations : la première par la conversion de sa créance de mark-papier en valeur-or; la seconde par le taux de réduction de sa créance convertie en or, réduction variant de 75 à 97 1/2 %. Les obligations industrielles et similaires sont valorisées à raison de 15 % de leur valeur or; les fonds d'Etat, villes et communes se valorisent en principe à 2 1/2 % de leur valeur or, ce taux pouvant être relevé à 5 % si le porteur peut procurer l'acquisition de son titre avant le 1^{er} juillet 1920.

L'achat de valeurs à revenus fixes n'est donc pas actuellement bien tentant. On a souvent reproché (nous l'avons fait nous-mêmes au cours de cette étude) aux détenteurs de capitaux de ne pas tenir compte des placements avantageux que seraient pour eux ces valeurs si, par un concours d'événements heureux, notre monnaie revenait par échelons rapides et sans à-coups graves à sa valeur ancienne.

Aujourd'hui, à la suite du peu de succès de l'emprunt et à la vue des exigences de nos créanciers, autrefois nos alliés, on n'ose leur adresser les mêmes reproches.

Espérons cependant en un avenir meilleur. La reconstitution de nos régions dévastées est presque terminée; notre industrie va ainsi disposer de plus de main-d'œuvre; les capi-

taux engagés dans des entreprises de reconstruction vont se trouver libérés et vont venir heureusement contrebalancer la diminution de revenus qui va résulter des impôts nouveaux.

Nous avons donc ainsi des raisons sérieuses d'espérer. Malgré le cours de la livre et du dollar, les étrangers sont frappés de la prodigieuse vitalité de notre pays, du ressort qui l'anime et dont ils ne se lassent pas d'admirer la précision et la force de redressement.

Leur opinion secrète sur notre peuple est résumée dans ce mot d'un diplomate étranger : « La France dort, dites-vous, « elle va mourir ! Prenez garde, la France est la seule nation « qui se réveille toujours. »

FIN

TABLE DES MATIÈRES

	Pages.
Introduction	7
 <i>PREMIÈRE PARTIE : Les transformations du marché des capitaux pendant la guerre.</i>	
L'offre des capitaux sur le marché	15
La demande de capitaux et la hausse du taux de l'intérêt. La réglementation des émissions. Les mesures prises pour empêcher l'exportation des capitaux	25
Les transformations dans le régime des Émissions de l'État et des sociétés privées	37
Les variations des cours des différentes valeurs pendant la guerre	56
 <i>DEUXIÈME PARTIE :</i>	
Avant-propos sur les transformations de l'activité économique et financière d'après-guerre	67
<i>Chapitre 1. — Les transformations du marché des capitaux dans la période 1919-1920</i>	<i>75</i>
<i>a) L'offre des capitaux: l'abondance des disponibilités. La suppression de la réglementation de guerre du marché.</i>	
<i>b) La demande des capitaux : les émissions monstres de l'Etat et du Crédit National. Les émissions des sociétés privées. Discrimination en actions et en obligations .</i>	<i>83</i>

	Pages.
<i>Chapitre 2. — Les transformations du marché des capitaux dans la période 1922-1924</i>	101
<i>a) Le problème actuel de l'abondance ou de la rareté des capitaux. Les disponibilités des particuliers et les charges de l'industrie. L'évasion des capitaux</i>	102
<i>b) La diminution progressive du chiffre des émissions. La faible importance des émissions d'Etat. Nouvelle hausse du taux de l'intérêt. Courbe montrant depuis 1914 la proportion des émissions d'Etat et de titres garantis</i>	110
Les variations des cours des valeurs mobilières depuis l'armistice	119
Les transformations du marché des capitaux et les valeurs étrangères	126
Conclusion	137

IMP. PAUL DUFONT
PARIS

